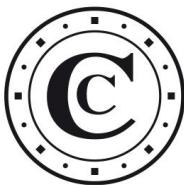


Cour des comptes



FINANCES ET COMPTES PUBLICS

LA SITUATION ET LES PERSPECTIVES DES FINANCES PUBLIQUES

Juin 2025

Sommaire

Procédures et méthodes	5
Délibéré	7
Synthèse	9
Introduction.....	15
Chapitre I Une incapacité à contenir la dépense publique en 2024, qui conduit au déficit le plus élevé de la zone euro.....	17
I - Une incapacité à contenir le cœur de la dépense en 2024	18
A - Une dépense publique qui augmente plus que le PIB en 2024	19
B - Une progression du cœur de la dépense particulièrement marquée dans les sphères sociale et locale	22
II - Une progression modeste des prélèvements obligatoires, en deçà de celle du PIB et de la prévision pour la deuxième année consécutive	28
A - Comme en 2023, une évolution des prélèvements obligatoires plus faible que celle du PIB en 2024	29
B - Des prélèvements obligatoires nettement inférieurs aux prévisions de la loi de finances initiale	32
C - Un ratio de prélèvements obligatoires encore parmi les plus élevés de l'Union européenne	33
D - Une profonde modification de la structure des recettes des différentes administrations publiques	34
III - Un déficit qui se creuse encore et un ratio de dette en hausse pour la première fois depuis 2020	37
A - Un nouveau creusement du déficit public en 2024, largement dû au dynamisme de la dépense	37
B - Une nette dégradation des soldes des administrations locales et de sécurité sociale.....	38
C - Un ratio de dette publique qui progresse pour la première fois depuis la crise sanitaire	40
D - Le niveau de déficit public le plus élevé de la zone euro.....	42
Chapitre II Un objectif de retour du déficit sous 3 % à rendre crédible.....	47
I - Un scénario macroéconomique encore optimiste dans un contexte de fortes incertitudes	48
A - Une prévision de croissance pour 2025 loin d'être acquise compte tenu des risques internationaux.....	48
B - Des prévisions macroéconomiques plurianuelles encore optimistes.....	50
II - Une prévision de recettes pour l'année 2025 sans marge de prudence.....	51

A - D'importants changements d'hypothèses masqués par l'apparente stabilité de la prévision pour 2025	51
B - Une augmentation spontanée de 25,7 Md€ des prélèvements obligatoires en ligne avec la croissance	53
C - Des hausses d'impôts et de cotisations de 23,5 Md€, dont certaines sont toutefois temporaires	55
D - Une prévision de recettes sans marge de prudence	56
III - Une cible de dépenses fragile reposant essentiellement sur l'État.....	57
A - Une cible de dépenses ambitieuse du côté de l'État	60
B - Un ralentissement des dépenses locales loin d'être acquis	61
C - Un objectif de dépenses sur la sphère sociale qui suppose des économies encore hypothétiques	63
IV - Une réduction du déficit insuffisante pour enrayer la dérive de la dette publique en 2025	65
A - Une réduction modeste et incertaine du déficit public, reposant essentiellement sur des hausses d'impôt	65
B - Une dette publique en augmentation de plus de 3 points de PIB pour la deuxième année consécutive.....	66
C - Une dérive continue de la trajectoire de finances publiques depuis un an et demi	67
V - Une trajectoire pluriannuelle très exigeante et pourtant impérative pour ne pas amplifier le décrochage européen de la France	68
A - Un effort considérable dès 2026 à préciser et crédibiliser d'urgence	69
B - Une trajectoire de dette publique qui accroît la divergence française avec les autres pays de la zone euro.....	72
C - Un objectif très fragile de retour du déficit sous 3 % et de stabilisation du ratio de dette publique d'ici la fin de la décennie	74
Chapitre III Un retour durable à des excédents primaires nécessaire à la soutenabilité de la dette publique	79
I - La soutenabilité de la dette publique : contexte, concepts et mesure	80
A - Définitions et données sur la dette publique	80
B - Les conditions de la soutenabilité : une analyse du cas français	85
C - La mesure de la soutenabilité par la Commission européenne et les agences de notation.....	94
D - Une dette qui trouve des acquéreurs sans difficulté, mais à un taux de plus en plus élevé.....	98
II - Le retour à un excédent primaire, condition nécessaire de la soutenabilité	109
A - La stratégie de finances publiques au cœur de la soutenabilité de la dette	109
B - Une équation qui peut brutalement se compliquer	116
C - Un retour indispensable à des excédents primaires durables pour prévenir une spirale de la dette	120
Annexes	127

Procédures et méthodes

La Cour publie, chaque année, un rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques.

Prévu par l'article 58-3° de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF), il est l'une des quatre publications que la Cour présente chaque année dans le cadre de sa mission constitutionnelle d'assistance au Parlement et au Gouvernement pour le contrôle de l'exécution des lois de finances (article 47-2 de la Constitution), avec :

- le rapport sur les résultats et la gestion budgétaire de l'État (article 58-4° de la LOLF) ;
- la certification des comptes de l'État, annexée au projet de loi de règlement (article 58-5° de la LOLF) ;
- le (ou les) rapport(s) sur les ouvertures de crédits par décret d'avance en cours d'exercice (article 58-6° de la LOLF), qui accompagne(nt) le projet de loi de finances comportant leur ratification.

Ces rapports et acte de certification s'appuient sur les contrôles et les enquêtes conduits par la Cour. En tant que de besoin, il est fait appel au concours d'experts extérieurs, et des consultations et des auditions sont organisées pour bénéficier d'éclairages larges et variés.

Au sein de la Cour, ces travaux et leurs suites sont réalisés par les six chambres que comprend la Cour, le pilotage et la synthèse étant assurés par une formation commune associant toutes les chambres.

Trois principes fondamentaux gouvernent l'organisation et l'activité de la Cour, ainsi que des chambres régionales et territoriales des comptes, et donc aussi bien l'exécution de leurs contrôles et enquêtes que l'élaboration des rapports publics : l'indépendance, la contradiction et la collégialité.

L'indépendance institutionnelle des juridictions financières et statutaire de leurs membres garantit que les contrôles effectués et les conclusions tirées le sont en toute liberté d'appréciation.

La **contradiction** implique que toutes les constatations et appréciations ressortant d'un contrôle ou d'une enquête, de même que toutes les observations et recommandations formulées ensuite, sont systématiquement soumises aux responsables des administrations ou organismes concernés ; elles ne peuvent être rendues définitives qu'après prise en compte des réponses reçues et, s'il y a lieu, après audition des responsables concernés.

La publication d'un rapport est nécessairement précédée par la communication du projet de texte que la Cour se propose de publier aux ministres et aux responsables des organismes concernés, ainsi qu'aux autres personnes morales ou physiques directement intéressées. Dans le rapport publié, leurs réponses accompagnent le texte de la Cour.

La **collégialité** intervient pour conclure les principales étapes des procédures de contrôle et de publication.

Tout contrôle ou enquête est confié à un ou plusieurs rapporteurs. Leur rapport d'instruction, comme leurs projets ultérieurs d'observations et de recommandations, provisoires et définitives, sont examinés et délibérés de façon collégiale, par une chambre ou une autre formation comprenant au moins trois magistrats. L'un des magistrats assure le rôle de contre-rapporteur et veille à la qualité des contrôles. Il en va de même pour les projets de rapport public.

Le contenu des projets de publication est défini, et leur élaboration est suivie, par le comité du rapport public et des programmes, constitué du premier président, du procureur général et des présidents de chambre de la Cour, dont l'un exerce la fonction de rapporteur général.

Enfin, les projets de rapports mentionnés à l'article R. 112-38 du code des juridictions financières sont soumis, pour adoption, à la chambre du conseil où siègent, sous la présidence du Premier président et en présence du Procureur général, les présidents de chambre de la Cour, les conseillers maîtres et les conseillers maîtres en service extraordinaire.

Ne prennent pas part aux délibérations des formations collégiales, quelles qu'elles soient, les magistrats tenus de s'abstenir en raison des fonctions qu'ils exercent ou ont exercées, ou pour tout autre motif déontologique.

**

Le rapport de la Cour sur la situation et les perspectives des finances publiques, comme ses autres rapports sur les finances publiques et l'acte de certification des comptes de l'Etat, sont accessibles en ligne sur le site internet de la Cour des comptes et des chambres régionales et territoriales des comptes : www.ccomptes.fr.

Il est également diffusé par La Documentation française.

Délibéré

La Cour des comptes, délibérant en chambre du conseil en formation ordinaire, a adopté le rapport relatif à *La situation et les perspectives des finances publiques*.

Elle a arrêté ses positions au vu du projet communiqué au préalable au ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique et à la ministre auprès du ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique, chargée des comptes publics. Un exemplaire a été adressé pour information au Premier ministre.

Le ministre de l'économie et des finances et de la souveraineté industrielle et numérique et la ministre auprès du ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique, chargée des comptes publics ont apporté une réponse commune.

Ont participé au délibéré : M. Moscovici, Premier président, Mme Camby, MM. Bertucci, Meddah, Rolland, Mme Mercereau, MM. Lejeune, Hayez, présidents de chambre, M. Maistre, président de chambre par intérim, Mme Démier, présidente de chambre maintenue, M. Barbé, Mme Engel, M. Aulin, Mmes Périn, Soussia, Latournaire-Willems, MM. Allain, Michaut, Duboscq, Oséredczuk, Mme Pailot-Bonnétat, MM. Spilliaert, Bonnaud, Kesler, Mmes Lignot-Leloup, Oltra-Oro, Caroli et Lajus, conseillers maîtres, M. Saint-Paul et Mmes Rosenwald, Wisnia-Weill, conseillers maîtres en service extraordinaire, MM. Albertini, Strassel et Roux, présidents de chambre régionale des comptes.

Ont été entendus :

- en sa présentation, Mme Camby, présidente de la formation interchambres chargée des travaux sur lesquels le rapport est fondé et de la préparation du rapport ;
- en son rapport, M. Hayez, rapporteur général, rapporteur du projet devant la chambre du conseil, assisté de M. Jessua, rapporteur général, conseiller maître en service extraordinaire, Mmes Morzadec, Lacan, conseillères référendaires en service extraordinaire et de M. Giannesini, conseiller maître, contre-rapporteur devant cette même formation ;

- en ses observations orales, sans avoir pris part au délibéré, Mme Hamayon, procureure générale, accompagnée de Mme Bossière, avocate générale.

Mme Wirgin, secrétaire générale, assurait le secrétariat de la chambre du conseil.

Fait à la Cour, le 24 juin 2025.

Synthèse

La France vient de traverser deux années noires en matière de finances publiques – deux années d'autant plus noires qu'elle n'a pas connu de choc économique majeur pendant cette période. Les premières marches des trois trajectoires pluriannuelles présentées par le Gouvernement depuis l'automne 2023 ont été successivement ratées : la loi de programmation pluriannuelle des finances publiques (LPFP) adoptée fin 2023 tablait sur un déficit public de 4,9 points de produit intérieur brut (PIB) en 2023, mais celui-ci s'est *in fine* établi à 5,4 points ; le programme de stabilité publié en avril 2024 prévoyait un déficit de 5,1 points en 2024, lequel a en réalité atteint 5,8 points ; le plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) publié en octobre 2024 reposait sur une prévision de déficit de 5,0 points de PIB en 2025, mais celle-ci a été revue à 5,4 points par la loi de finances adoptée en février 2025. Au lieu que le pilotage des finances publiques s'ajuste afin de respecter les objectifs nationaux de recettes, de dépenses et de déficit, ce sont au contraire ces objectifs qui sont revus et repoussés au vu des résultats pour entériner ces derniers.

Cette dérive budgétaire, en dépit d'objectifs à l'ambition limitée, ne doit rien à des circonstances extérieures. Elle est la conséquence d'une incapacité à maîtriser la dynamique de la dépense et plus encore à engager des efforts d'économies pérennes, ainsi que d'hypothèses trop favorables sur la croissance et les recettes. L'année 2024 a été sur ce dernier point inquiétante. Alors que le dérapage de 2023 commandait d'arbitrer des réformes structurelles, la progression du « cœur » de la dépense publique – c'est-à-dire hors charge de la dette et hors dépenses exceptionnelles de crise – a au contraire été le principal facteur de creusement du déficit en 2024 et ne présente qu'un ralentissement limité en 2025.

Surtout, ces deux années de dérive ont conduit à doubler les efforts d'ajustement nécessaires au retour du déficit sous 3 points de produit intérieur brut (PIB) – conformément à nos obligations européennes – d'ici la fin de la décennie. Ceux-ci représentent désormais un montant de près de 105 Md€ à l'horizon 2029 rapporté aux tendances enregistrées avant-crise, contre environ 50 Md€ il y a deux ans.

L'année 2025 est par conséquent déterminante pour mettre fin à cette séquence de dérive des comptes publics. Des risques importants entourent pourtant déjà ce premier jalon. D'abord, les perspectives de croissance s'assombrissent sur fond de menace de guerre commerciale et de tensions géopolitiques. Ensuite, l'effort de réduction du déficit repose exclusivement cette année sur plus de 20 Md€ de hausses d'impôt, dont près de la moitié sont annoncées comme temporaires et au produit incertain. Enfin, les objectifs de maîtrise des dépenses, pour peu ambitieux qu'ils soient sur les collectivités locales et la sécurité sociale, apparaissent encore fragiles et ne reposent sur aucune économie structurelle significative.

La suite de la trajectoire esquissée dans le rapport d'avancement annuel (RAA) du plan structurel de moyen terme (PSMT) publié en avril 2025 est tout aussi fragile. Au-delà d'hypothèses de croissance encore optimistes, aucune précision n'est donnée sur la nature des efforts sous-jacents, ni même sur leur répartition entre économies et hausses d'impôts. Ce silence sur les choix budgétaires et fiscaux qui sous-tendent la trajectoire pluriannuelle, y compris dès 2026, devra nécessairement être levé dans le cadre de la préparation du projet de loi de finances pour 2026.

Il est donc urgent et indispensable de crédibiliser cette trajectoire.

Alors que tous les autres pays européens très endettés – la Grèce, le Portugal, l'Espagne, l'Italie – ont tiré parti des années d'inflation pour réduire leur ratio de dette publique, la France, dont le déficit (en points de PIB) est désormais le plus élevé de la zone euro, diverge de plus en plus.

À cet égard, le retour du déficit public total sous les 3 % ne suffira pas. L'impératif de soutenabilité de la dette publique commande de stabiliser puis de faire refluer le ratio d'endettement, ce qui nécessitera de renouer durablement avec un solde primaire (c'est-à-dire hors charge de la dette) positif, alors qu'il est négatif de 3,7 points de PIB en 2024. Il est crucial de prendre la mesure de la situation : tous les scénarios alternatifs à la trajectoire proposée par le Gouvernement simulés par la Cour, qui reposent sur la reproduction des tendances passées d'évolution de la dépense publique et sur des hypothèses de croissance plus prudentes, se traduisent par une hausse du ratio de dette publique pendant toute la période 2025-2029, avec à la clé un risque d'emballement.

Le report des efforts n'est plus possible, alors que la charge de la dette publique a déjà doublé entre 2020 et 2024 et devrait devenir le premier poste de dépense de l'État d'ici la fin de la décennie, devant l'éducation nationale et la défense. Toute année perdue supplémentaire, en prolongeant la hausse de l'endettement, impliquerait des efforts futurs plus importants et plus douloureux – particulièrement en cas de nouveau choc macroéconomique – voire exposerait le pays, en cas de défiance soudaine de ses créanciers, à devoir procéder dans l'urgence à des ajustements brutaux et préjudiciables au potentiel de croissance et à la cohésion sociale.

**

Une incapacité à contenir la dépense publique en 2024, qui conduit au déficit le plus élevé de la zone euro

Le déficit public s'est établi à 5,8 points de PIB en 2024, en hausse de 0,4 point par rapport à 2023 et de 1,4 point par rapport à la programmation initiale de l'automne 2023. Cette nouvelle dérive, après une déjà très mauvaise année 2023, est encore plus préoccupante.

En effet, elle trouve sa principale source d'explication dans une forte progression du « cœur » de la dépense publique (c'est-à-dire de la dépense publique hors charge de la dette et hors mesures exceptionnelles), qui augmente de 2,7 % en volume, soit plus de deux fois plus vite que la croissance économique. Elle contribue ainsi à hauteur de 0,8 point de PIB au creusement du déficit. Cette perte de contrôle est essentiellement imputable au dynamisme de la dépense des administrations locales, qui a progressé de 2,7 % en volume, tirée par les investissements, et davantage encore à celle des administrations de sécurité sociale avec une croissance de 3,3 % en volume, dont près de 4 % en volume pour les prestations sociales du fait de la revalorisation décalée des pensions sur une inflation 2023 très élevée. Cette progression de la dépense est venue annuler l'impact favorable de + 0,7 point sur le solde public de la quasi extinction des mesures exceptionnelles de soutien énergétique.

Parallèlement, la charge de la dette a augmenté sous l'effet du déficit 2023 et du refinancement progressif de l'encours de dette à des taux plus élevés, contribuant à creuser le déficit de 0,2 point de PIB.

Enfin, la dynamique spontanée (c'est-à-dire hors mesures nouvelles) des prélèvements obligatoires a de nouveau été faible en 2024 et nettement inférieure à la croissance, quoique dans une moindre mesure qu'en 2023. Cette atonie contribue à hauteur de 0,4 point de PIB à la dégradation du déficit. Elle s'explique notamment par une diminution, à législation constante, des recettes de TVA, d'impôt sur les sociétés et d'impôt sur le revenu ainsi que par la poursuite de la chute des droits de mutation à titre onéreux.

La faiblesse des recettes de prélèvements obligatoires a cependant été atténuée par des hausses d'impôts, en rupture avec les baisses mises en œuvre depuis 2018. Ces hausses, en particulier dues au retour de la taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité (TICFE) à son niveau d'avant-crise, ont freiné la dégradation du solde public de 0,2 point de PIB.

La France se singularise de plus en plus par rapport à ses partenaires européens et présente désormais le déficit le plus élevé de la zone euro. Le ratio de dette publique augmente pour la première fois depuis 2020, pour atteindre 113,2 points de PIB, s'éloignant progressivement d'un groupe de pays parvenus à maintenir ou ramener leur endettement nettement en-dessous de 110 points de PIB (Espagne, Portugal, Belgique).

Un objectif de retour du déficit sous 3 % du PIB à rendre crédible

La diminution de 0,4 point de PIB du déficit prévue en 2025, qui ramènerait ce dernier encore 0,6 point au-dessus du niveau de 2022 et qui n'empêcherait pas une hausse de 3 points de PIB du ratio de dette publique, apparaît encore fragile. Les menaces sur la croissance sont tangibles, en particulier dans le domaine international.

La réduction prévue du déficit en 2025 repose exclusivement sur d'importantes hausses d'impôts, dont près de la moitié sont annoncées comme temporaires, et, au-delà, sur des prévisions de recettes sous-tendues par des hypothèses moins prudentes que dans la loi de finances initiale. Parallèlement, les objectifs d'évolution des dépenses publiques, déjà globalement insuffisants pour permettre à eux seuls une réduction du déficit, sont incertains pour les collectivités locales en l'absence de mécanisme réellement incitatif ou contraignant, de même que pour les dépenses de santé, comme l'atteste l'avis récent du comité d'alerte de l'Ondam. La maîtrise des dépenses de l'État, sur lequel repose l'essentiel des efforts en dépense, passe par des mesures de gestion des crédits faute de véritables réformes pérennes.

Les efforts structurels d'économies ont donc une nouvelle fois été reportés et ne sont en outre pas du tout précisés dans la trajectoire pluriannuelle pourtant très exigeante publiée en avril 2025. Cette trajectoire, qui suppose un effort d'ajustement de près de 105 Md€ à l'horizon 2029 pour ramener le déficit sous le seuil de 3 % du PIB, alors même que des hausses de dépenses publiques sont projetées notamment en matière de défense, et pour stabiliser puis légèrement inverser la trajectoire de dette publique, apparaît particulièrement fragile. Cette fragilité est accrue par des hypothèses de croissance encore optimistes sur la période 2026-2029 (notamment au regard de l'ampleur des efforts prévus).

Les simulations réalisées par la Cour à partir d'hypothèses macroéconomiques et de finances publiques davantage en ligne avec les tendances passées et les risques identifiés conduisent toutes à une augmentation continue du ratio de dette publique sur la deuxième moitié de la décennie. Il est donc urgent de rendre crédibles les prévisions pour 2025 et 2026, alors qu'aucune répartition des efforts entre impôts et dépenses d'une part et entre État, collectivités locales et protection sociale d'autre part n'est encore esquissée au-delà de 2025.

Un retour durable à un excédent primaire, condition nécessaire à la soutenabilité de la dette publique

Pour éclairer l'enjeu auquel sont confrontées les finances publiques françaises et mesurer le risque attaché à un nouvel échec à réduire durablement le déficit public, la Cour propose dans le présent rapport un chapitre consacré à l'impératif de soutenabilité de la dette publique.

La soutenabilité de la dette publique à moyen-long terme implique *a minima* que le ratio d'endettement se stabilise et n'augmente pas continûment, y compris sous des hypothèses macroéconomiques possiblement défavorables.

Or, depuis plus de deux décennies, et à la différence notamment de l'Allemagne et de l'Italie, la dynamique de l'endettement a été principalement nourrie par l'accumulation de déficits primaires, alors que la croissance s'érodait progressivement. Le rôle des taux d'intérêt et des phénomènes de marché a été secondaire dans cette dynamique. Ces déficits et cette dette croissants n'ont en outre pas eu comme principale contrepartie des investissements ou des dépenses d'avenir de nature à augmenter le potentiel de croissance future, mais ont d'abord financé la hausse des dépenses courantes, notamment liées au modèle social national et au vieillissement de la population.

Cette évolution n'est pas soutenable. La stratégie de finances publiques doit reprendre le contrôle de la dynamique de la dette, dans un contexte où elle ne peut plus compter sur un retour de la croissance des décennies passées ni sur des taux d'intérêts très bas. Les projections réalisées par la Cour montrent que, compte tenu du poids de la dette et de l'augmentation de son coût, le retour du déficit public sous les 3 points de PIB en 2029, comme la France s'y est engagée, ne suffira pas par lui-même à garantir la soutenabilité de la dette. Il sera nécessaire pour cela de prolonger cet effort jusqu'à parvenir à un excédent primaire durable d'environ 1,1 point de PIB, ce que le pays n'est plus parvenu à réaliser depuis près de 25 ans.

Des ajustements budgétaires très exigeants sont donc dès à présent nécessaires, et à réaliser dès 2026, comme le prévoit le PSMT. Ces ajustements seront d'autant plus difficiles qu'ils doivent être socialement acceptables et ne pas porter atteinte au potentiel de croissance futur, mais ils sont indispensables pour remettre durablement en cohérence nos choix collectifs avec l'impératif de soutenabilité de la dette publique.

Introduction

Le présent *rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques* est établi en application du 3° de l'article 58 de la loi organique relative aux lois de finances (Lolf).

Il prolonge et complète d'autres travaux de la Cour préparés en application de la Lolf et du code des juridictions financières. Chaque année, la Cour publie ainsi des rapports sur l'exécution du budget de l'État (en avril), sur la certification des comptes de l'État et des comptes du régime général de la sécurité sociale (en avril et mai), sur la sécurité sociale (en mai) et sur les finances locales (en juin et en novembre).

Le présent rapport s'en différencie cependant à la fois par son champ et par la période couverte : il traite de l'ensemble des administrations publiques (État, collectivités locales, administrations de sécurité sociale et autres organismes publics)¹ dans une approche synthétique, et examine à la fois les résultats 2024 et les perspectives pour les années 2025 et suivantes.

Ce rapport s'inscrit dans le contexte d'une nouvelle dérive des finances publiques en 2024 et d'un écart croissant avec les cibles successives des documents budgétaires présentés par le Gouvernement depuis dix-huit mois : la loi de programmation des finances publiques (LPFP) pour 2023-2027 adoptée en décembre 2023, le programme de stabilité publié en avril 2024, le plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) présenté en octobre 2024.

¹ Outre l'État, le secteur des administrations publiques (APU) comprend en comptabilité nationale : les organismes divers d'administration centrale (ODAC), qui rassemblent environ 700 organismes contrôlés par l'État (universités, Météo France, France Compétences, etc.) et qui, avec l'État, constituent les administrations publiques centrales (APUC) ; les administrations publiques locales (APUL), qui regroupent les collectivités locales (communes, départements, régions) et certains organismes comme la Société des grands projets (SGP) ; les administrations de sécurité sociale (ASSO), qui comprennent le régime général de sécurité sociale, le fonds de solidarité vieillesse (FSV), l'Agirc-Arrco, la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades), les hôpitaux publics, l'Unédic, etc..

Le premier chapitre analyse la situation des finances publiques en 2024, dernière année dont les comptes ont été publiés par l’Insee. Il explicite les raisons du creusement, pour la deuxième consécutive, du déficit public, qui s’établit à 5,8 points de PIB, soit le déficit le plus élevé de la zone euro, dans un contexte pourtant favorable de normalisation économique et de repli des mesures exceptionnelles de soutien énergétique.

Le deuxième chapitre, relatif à l’exercice 2025 et à la trajectoire pluriannuelle 2026-2029, examine les développements en matière de finances publiques intervenus depuis le vote de la loi de finances initiale pour 2025 et les révisions des prévisions du Gouvernement présentées dans le rapport d’avancement annuel (RAA) du plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) publié en avril 2025. Ce chapitre tient également compte des prévisions économiques récentes, notamment des organisations internationales, ainsi que des dernières remontées budgétaires et fiscales disponibles et souligne les risques pesant sur l’exécution 2025 en matière de dépenses, de recettes et de croissance. Il évalue la crédibilité de la trajectoire pluriannuelle du RAA, qui prévoit un retour du déficit sous 3 % à l’horizon 2029 et la compare à celles de nos principaux partenaires européens.

Le troisième chapitre, enfin, constitue une contribution de la Cour des comptes consacrée à la soutenabilité de la dette publique. Ce chapitre propose une clarification du concept de soutenabilité et un cadre d’analyse de l’évolution de la dette publique en fonction de différents paramètres macroéconomiques et de finances publiques, ainsi qu’une présentation du fonctionnement et des enjeux du marché de la dette publique. Il aboutit à la conclusion que la stratégie de finances publiques est au cœur de la question de la soutenabilité et que la stabilisation puis la réduction du ratio de dette publique exige, sous des hypothèses plausibles de taux d’intérêt et de croissance, un retour durable à un solde primaire positif – alors que celui-ci est négatif de 3,7 points de PIB en 2024.

Ce rapport s’appuie sur les informations disponibles au 23 juin 2025.

Chapitre I

Une incapacité à contenir la dépense publique en 2024, qui conduit au déficit le plus élevé de la zone euro

La dégradation des finances publiques s'est poursuivie en 2024, après une très mauvaise année 2023, le déficit public se creusant à nouveau pour atteindre 5,8 points de PIB. Mais autant les mauvais résultats de 2023 pouvaient être attribués pour l'essentiel à des recettes plus basses que prévu, autant, en 2024, c'est la progression du « cœur » de la dépense publique qui joue le premier rôle.

Cette dégradation est d'autant plus singulière que la tendance de fond de l'activité économique est demeurée soutenue depuis trois ans, avec une croissance moyenne en volume de 0,3 % par trimestre, soit de l'ordre de 1,2 % en rythme annuel. En 2024, la croissance s'est établie à 1,1 %² en volume, sur fond de repli rapide de l'inflation (2,0 % en moyenne annuelle, 1,3 % en glissement annuel en fin d'année). Sa composition a toutefois pu être préjudiciable aux recettes publiques, et notamment à la TVA, le commerce extérieur ayant davantage contribué à la croissance (+ 1,3 point) que la demande intérieure hors stock (+ 0,6 point).

² La croissance est ici « corrigée des jours ouvrables », c'est-à-dire des effets de calendriers liés notamment à la répartition des jours fériés. La croissance « brute », non corrigée de ces effets, est légèrement plus élevée, à 1,2 % en 2024 dans les comptes nationaux annuels.

En dépit d'efforts en gestion sur la dépense de l'État et d'une quasi-extinction des mesures de soutien énergétiques, c'est d'abord la forte croissance des dépenses de protection sociale et des collectivités locales (I), plus encore qu'une progression des prélèvements obligatoires (à législation constante) plus faible que celle du PIB (II), qui a le plus nettement contribué à creuser le déficit public. Celui-ci est devenu le plus élevé de la zone euro, et a entraîné une hausse importante du ratio de dette publique, qui atteint 113,2 points de PIB (III).

Une analyse précise des résultats de l'année 2024 a déjà été présentée par la Cour dans le rapport sur la situation des finances publiques publié en février ainsi que dans le rapport sur le budget de l'État publié en avril. Le présent chapitre se veut par conséquent plus synthétique tout en mettant en lumière les éléments nouveaux ressortant des comptes publiés par l'Insee le 28 mai.

I - Une incapacité à contenir le cœur de la dépense en 2024

La dépense publique³ a augmenté de 1,7 % en volume en 2024 et s'élève à 56,5 points de PIB⁴. Une fois retirées les dépenses exceptionnelles de soutien aux crises sanitaire et inflationniste et les charges d'intérêt sur la dette, le cœur de la dépense⁵ est en hausse de 2,7 %, soit la progression la plus élevée des dix dernières années.

³ Dans toute cette partie, la dépense publique considérée est hors crédits d'impôts.

⁴ Le compte des administrations publiques publié par l'Insee le 28 mai 2025 affiche un volume de dépenses de 1 670,2 Md€ et un ratio de dépenses de 57,2 points de PIB. Cette dépense inclut les crédits d'impôts enregistrés en dépense (19,8 Md€) contrairement aux montants affichés dans le présent rapport.

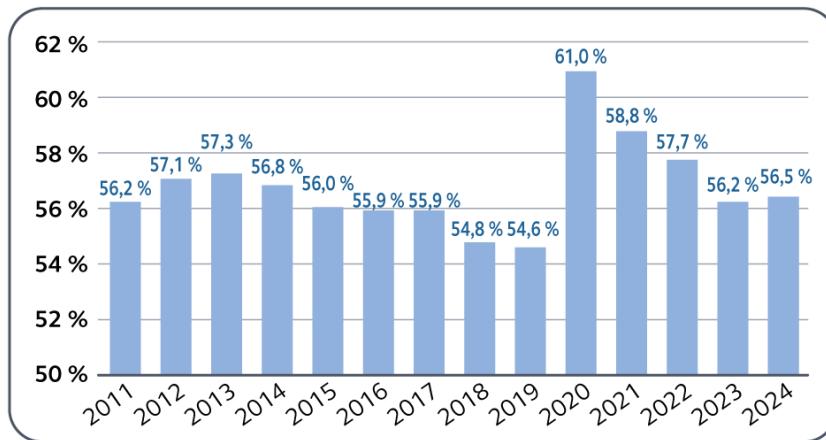
⁵ Dans toute cette partie, l'expression « cœur de la dépense » désigne la dépense publique hors mesures exceptionnelles et hors charge de la dette.

A - Une dépense publique qui augmente plus que le PIB en 2024

1 - Des dépenses publiques plus dynamiques que la croissance

En 2024, la dépense publique totale s'est établie à 1 650,4 Md€, en augmentation de 61,5 Md€ par rapport à 2023, soit une hausse de 3,9 % en valeur et de 1,7 % en volume⁶. Cette augmentation est supérieure à celle du PIB (+ 3,3 % en valeur, + 1,2 % en volume⁷) si bien que le ratio de dépenses publiques a augmenté par rapport à 2023, pour la première fois depuis 2020, et s'établit à 56,5 points de PIB soit 1,9 point de PIB au-dessus de son niveau d'avant-crise.

Graphique n° 1 : part de la dépense publique dans le PIB (en %)



Source : Insee

⁶ Dans tout le rapport, on calcule les évolutions en volume en les déflatant par le déflateur du PIB, plus pertinent que l'indice des prix à la consommation pour l'analyse de la soutenabilité des finances publiques.

⁷ Hors correction des jours ouvrables (cf. *supra*).

**Tableau n° 1 : dépense publique en 2023 et 2024, en Md€
(hors crédits d'impôt)**

	2023	2024
Dépense publique totale, hors crédits d'impôt		
Montant	1 589,0	1 650,4
Ratio de dépense publique, en points de PIB	56,2	56,5
Évolution en valeur	3,7 %	3,9 %
Évolution en volume (déflaté par le prix de PIB)	- 1,2 %	1,7 %
Mesures exceptionnelles		
Dépenses exceptionnelles	28,6	9,7
Charge de la dette		
Dépenses de charge de la dette	52,9	60,2
Dépense hors mesures exceptionnelles et charge de la dette		
Montant	1 507,5	1 580,5
Évolution en valeur	5,6 %	4,8 %
Évolution en volume (déflaté par le prix de PIB)	0,6 %	2,7 %

Source : calculs Cour des comptes à partir de données de l'Insee et du ministère de l'économie et des finances

2 - Des dépenses particulièrement dynamiques sur les sphères locale et sociale

L'évolution des dépenses a été particulièrement hétérogène selon les administrations publiques. Ce sont les dépenses de protection sociale et des administrations locales qui ont tiré à la hausse les dépenses totales, pour les premières sous l'effet des revalorisations de prestations sociales et pour les secondes du fait du dynamisme des dépenses d'investissement, en lien avec le cycle communal (cf. *infra*). La dynamique des dépenses de l'État, bénéficiant du repli des dépenses exceptionnelles et d'efforts en gestion, a été plus modérée, malgré des dépenses conjoncturelles liées à la situation en Nouvelle-Calédonie et à l'organisation des Jeux Olympiques.

**Tableau n° 2 : croissance des dépenses par sous-secteurs
(exécution 2024)**

	En valeur		En volume	
	2023	2024	2023	2024
État	- 0,5 %	1,6 %	- 5,2 %	- 0,5 %
Odac	5,1 %	- 0,1 %	0,1 %	- 2,1 %
Apul	7,2 %	4,8 %	2,1 %	2,7 %
Asso	4,7 %	5,5 %	- 0,3 %	3,3 %
Total	3,7 %	3,9 %	- 1,2 %	1,7 %

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

3 - Des dépenses exceptionnelles en quasi extinction, mais une progression de la charge de la dette

La progression de la dépense publique totale est d'autant plus marquée qu'elle intègre, par rapport à 2023, une baisse des dépenses exceptionnelles (- 18,9 Md€).

Le coût des dispositifs créés successivement pour faire face aux conséquences de la crise sanitaire et de la crise inflationniste (dépenses d'urgence, dépenses de soutien face à l'énergie et à l'inflation et dépenses de relance) a en effet poursuivi sa décrue pour atteindre 9,7 Md€ en 2024 après un maximum de 83,5 Md€ en 2021.

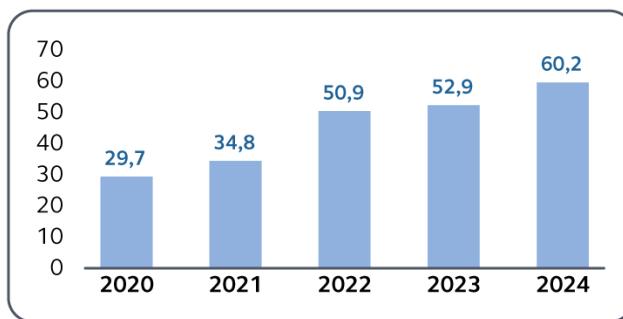
**Tableau n° 3 : dépenses exceptionnelles de soutien et de relance
entre 2020 et 2024 (en Md€)**

	2020	2021	2022	2023	2024
Dépenses en lien avec la crise sanitaire (A)	64,3	58,2	14,6	2,5	1,5
Dépenses du plan de relance (B)	2,5	22,5	19,7	10	6,5
Dépenses de soutien face à l'inflation énergétique, nettes des gains de charges de service public de l'énergie (CSPE) (C)	0	2,8	20	16,1	1,7
Total des dépenses exceptionnelles (A+B+C)	66,8	83,5	54,3	28,6	9,7

Source : ministère de l'économie et des finances

Parallèlement, la charge de la dette publique a augmenté de 7,3 Md€ soit 13,8 % de hausse en 2024, passant de 52,9 Md€ à 60,2 Md€ (pour l'ensemble des administrations publiques⁸). Elle atteint ainsi le double de son niveau de 2020. La hausse de la charge de la dette est essentiellement liée à l'émission de nouveaux titres de dette publique à des taux nettement supérieurs à ceux arrivés à échéance, qu'ils remplacent. Cet effet du refinancement progressif du stock de dette à des taux plus élevés va monter en puissance au cours des prochaines années, aggravé par la hausse prévue du ratio de dette publique (cf. *infra*). Parallèlement, la provision pour charges d'indexation sur les titres indexés sur l'inflation diminue de nouveau en 2024, dans un contexte de repli rapide de l'inflation.

**Graphique n° 2 : charge de la dette entre 2020 et 2024,
ensemble des administrations publiques (en Md€)**



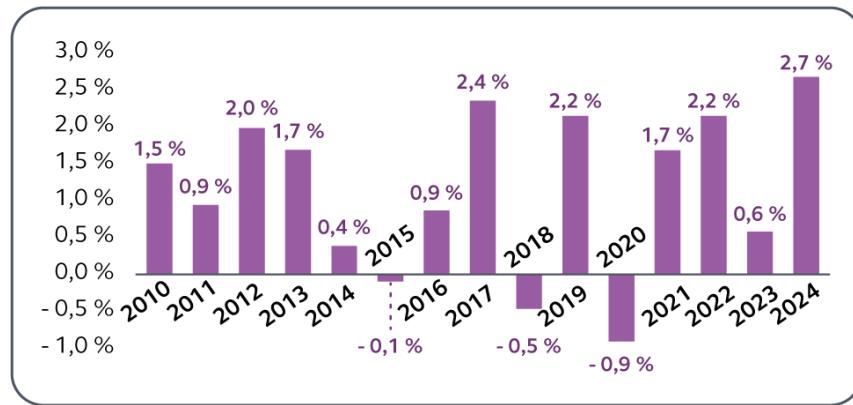
Source : Insee

B - Une progression du cœur de la dépense particulièrement marquée dans les sphères sociale et locale

La dépense publique hors mesures exceptionnelles et hors charge d'intérêts a progressé de 73,1 Md€ en 2024, soit + 4,8 % en valeur et + 2,7 % en volume, marquant la plus forte hausse de la décennie.

⁸ Pour le seul État, la charge de la dette publique a augmenté de 5,2 Md€ pour atteindre 45,6 Md€ en 2024.

**Graphique n° 3 : évolution en volume de la dépense publique
hors mesures exceptionnelles et charge de la dette**



Source : Insee, ministère de l'Économie et des Finances, retraitements Cour des comptes

Cette forte progression s'explique pour plus de 50 % par la contribution des prestations sociales. Le reste de la hausse s'explique principalement par le dynamisme de la masse salariale et de l'investissement local.

**1 - Des prestations sociales fortement revalorisées
sur l'inflation passée**

Portées pour plus des trois quarts par la sphère sociale, les prestations sociales ont crû de 5,5 % en 2024, soit + 3,4 % en volume, et contribuent pour moitié à la hausse de la dépense publique hors dépenses exceptionnelles et charge d'intérêt.

Tableau n° 4 : évolution des dépenses de prestations sociales

En Md€	Toutes APU	État	Odac	Apul	Asso
Dépenses 2024	747,6	127,7	1,9	31,1	586,8
Contribution par sous-secteur	100 %	17 %	0 %	4 %	78 %
Évolution 2023/2024	5,5 %	4,1 %	8,2 %	2,8 %	6,0 %

Source : Insee

Ce dynamisme est dû aux revalorisations des pensions de retraite sur l'inflation élevée de 2023 (les retraites de base ont été revalorisées de 5,3 % en janvier 2024 et les retraites complémentaires de 1,6 % en novembre 2024), ainsi qu'aux revalorisations des prestations de la branche famille (+ 4,6 % en avril 2024). Les revalorisations des prestations de retraite de l'année 2023, anticipées pour partie dès juillet 2022, contribuent à un dynamisme nettement plus marqué en 2024 qu'en 2023⁹, alors même qu'entre ces deux années, l'inflation s'est fortement réduite.

Bien que plus faibles en volume avec 7 % de l'ensemble des prestations de la sphère sociale, les prestations liées à l'emploi sont, après les prestations vieillesse, les plus dynamiques (+ 5,1 % en valeur, + 2,9 % en volume) sous l'effet d'un marché de l'emploi dégradé par rapport à 2023. À l'inverse, les prestations de la branche santé progressent légèrement moins que l'ensemble des prestations (+ 2,1 % en volume), mais contribuent pour un quart à la hausse des prestations portées par la sphère sociale du fait de leur volume total (29 % de l'ensemble). Au total, les prestations de sécurité sociale au sens large ont progressé en valeur de 6,0 % en 2024 après 3,9 % en 2023.

2 - Un dépassement de l'Ondam dû à la dynamique des soins de ville

L'Ondam¹⁰ était initialement fixé par la loi de financement de sécurité sociale (LFSS) pour 2024 à 254,9 Md€, soit une progression de 2,9 % par rapport à 2023. Il a finalement atteint 256,4 Md€, soit une progression de 3,3 %, d'après les comptes des régimes obligatoires de base d'assurance maladie arrêtés le 15 mars dernier.

Comme l'explique le comité d'alerte de l'Ondam dans son avis du 15 avril 2025¹¹, ce dépassement de 1,5 Md€ se démarque de ceux des dernières années par l'absence de dépenses liées aux événements exceptionnels (crises sanitaire et inflationniste). En 2024, ce dépassement est attribuable à la progression des dépenses courantes pour 1,3 Md€, soit plus de 85 % du dépassement. En particulier, les dépenses de soins de ville (109,9 Md€) ont augmenté de 4,1 %, soit 1,5 Md€ au-dessus de la cible, du fait de la progression

⁹ La revalorisation anticipée de 4 % des pensions de retraite, en application de la loi du 16 août 2022 portant mesures d'urgence pour la protection du pouvoir d'achat, a été prise en compte dans la revalorisation de janvier 2023, ramenée à 0,8 %.

¹⁰ Objectif national des dépenses d'assurance maladie.

¹¹ Avis du Comité d'alerte n°2025-1 sur le respect de l'Ondam, 15 avril 2025.

plus rapide que prévu des indemnités journalières¹² et des honoraires des médecins spécialistes. La croissance des dépenses des médicaments est liée à une décélération marquée des remises sur le prix public, alors que les dépenses brutes ont été inférieures aux prévisions initiales.

3 - Des dépenses d'investissement dynamiques, notamment dans les collectivités territoriales

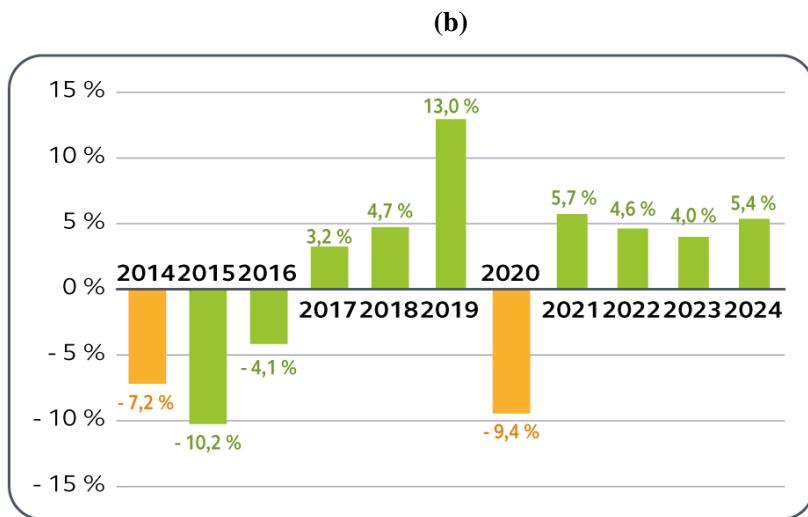
Les dépenses d'investissement¹³ ont atteint 126,1 Md€ en 2024, en hausse de 5,3 % en valeur et de 3,2 % en volume.

**Graphique n° 4 : évolution des dépenses de fonctionnement (a)
et d'investissement (b) des collectivités locales en volume**
(a)



¹² La croissance des indemnités journalières est principalement due à un effet volume, c'est-à-dire à la hausse du nombre de jours d'arrêt de travail indemnisés, supérieure à la moyenne constatée entre 2016 et 2019.

¹³ Au sens de la formation brute de capital fixe (P51).



Note de lecture : les collectivités locales représentent respectivement 94 % et 88 % des dépenses locales de fonctionnement et d'investissement en 2024. Le reste des dépenses locales étant celles des organismes divers d'administration locale (ODAL) essentiellement composés de la société des grands projets (SGP) et d'Île-de-France mobilités (IDFM). Les graphiques (a) et (b) ne sont pas représentés avec la même échelle. Dans le graphique b, la couleur jaune désigne les années d'élections municipales, pendant lesquelles on observe une chute de l'investissement.

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

Contribuant pour plus de la moitié aux dépenses d'investissement de l'ensemble des administrations publiques, les collectivités et organismes locaux ont augmenté celles-ci de 7,6 % en valeur, soit 5,4 % en volume.

Tableau n° 5 : évolution des dépenses d'investissement

En Md€	Toutes APU	État	Odac	Apul	Asso
Dépenses 2024	126,1	16,0	32,2	67,8	10,1
Contribution par sous-secteur	100 %	13 %	26 %	54 %	8 %
Évolution 2023/2024	5,3 %	4,5 %	2,4 %	7,6 %	1,7 %

Source : Insee

Traditionnellement en hausse à l'approche des élections municipales suivant le « cycle communal », ces dépenses devraient être encore dynamiques en 2025, à politique inchangée (cf. *supra*). Du côté de l'État, cet investissement dynamique (4,5 %, soit plus de deux fois l'évolution des dépenses globales en valeur) est notamment lié à la montée en charge du programme France 2030.

4 - Une dépense de masse salariale tirée par l'État

Les dépenses de masse salariale ont augmenté de 15,9 Md€ par rapport à 2023 (+ 4,6 % en valeur, + 2,4 % en volume). Cette progression est plus de deux fois supérieure à l'inflation et résulte pour une part d'une hausse de l'emploi salarié dans la fonction publique (effet volume) mais essentiellement des mesures de revalorisation salariale (effet prix).

Tableau n° 6 : évolution des dépenses de masse salariale

En Md€	Toutes APU	État	Odac	Apul	Asso
Dépenses 2024	362,1	151,6	29,9	95,2	85,4
Contribution par sous-secteur	100 %	42 %	8 %	26 %	24 %
Évolution 2023/2024	4,6 %	6,7 %	2,3 %	3,3 %	3,2 %

Source : Insee

Du côté des salaires, cette progression s'explique par l'effet en année pleine de l'augmentation de 1,5 % de la valeur du point d'indice entrée en vigueur au 1^{er} juillet 2023 (+ 0,7 Md€ en comptabilité budgétaire), des mesures catégorielles décidées en 2023 (+ 3,6 Md€ en comptabilité budgétaire), comprenant l'attribution de 5 points d'indice à tous les agents à partir de janvier 2024 (laquelle, comme la hausse de la valeur du point, a concerné l'ensemble des administrations publiques), ainsi que de diverses mesures indemnитaires exceptionnelles, liées notamment aux Jeux olympiques (+ 0,6 Md€).

Du côté des effectifs, ceux de l'État ont augmenté en 2024 de 6 719 ETPT par rapport à 2023, ce qui représente un coût supplémentaire de 0,5 Md€ alors qu'en 2023, l'effet sur la masse salariale du schéma d'emplois¹⁴ était légèrement négatif¹⁵. Cette effet « volume » justifie environ 5 % de la hausse totale de la masse salariale. Les facteurs de la croissance de la masse salariale des sphères sociale et locale, moins élevée que celle de l'État, ne sont pas encore connus.

¹⁴ Le schéma d'emploi correspond au solde des créations et des suppressions d'emplois sur une année civile (en équivalent temps plein).

¹⁵ Cf. le rapport de la Cour sur *le budget de l'État en 2024* publié en avril 2025.

II - Une progression modeste des prélèvements obligatoires, en deçà de celle du PIB et de la prévision pour la deuxième année consécutive

Après une très forte hausse en sortie de crise sanitaire en 2021 (+ 102,2 Md€ soit + 8,5 %) et en 2022 (+ 97,6 Md€ soit + 7,5 %), les recettes totales des administrations publiques nettes des crédits d'impôt¹⁶ ont connu de légères augmentations en 2023 (+ 30,7 Md€ soit + 2,2 %) et en 2024 (+ 44,6 Md€ soit + 3,1 %), les portant à 1 481,8 Md€.

La croissance des prélèvements obligatoires en 2024 (+ 29,5 Md€, soit + 2,4 %) a été nourrie par la hausse des cotisations sociales¹⁷ (+ 17,6 Md€ soit + 4,3 %), ainsi que des contributions¹⁸ sur les revenus d'activité et de remplacement (+ 5,0 Md€, soit + 3,6 %) et du capital (+ 2,4 Md€, soit + 7,5 %). Les principaux impôts n'ont en revanche quasiment pas progressé.

Tableau n° 7 : évolution des recettes publiques en 2023 et en 2024

	2023	2024
Recettes publiques totales nettes des crédits d'impôt (en Md€)	1 437,3	1 481,8
Évolution effective (en Md€)	30,7	44,6
Évolution effective (en %)	2,2	3,1
Prélèvements obligatoires (en Md€)	1 221,3	1 250,8
Évolution effective (en Md€)	25,8	29,5
Évolution effective (en %)	2,2	2,4
Taux de prélèvements obligatoires (en point de PIB)	43,2	42,8

Source : Insee

¹⁶ On considère ici les recettes publiques nettes des crédits d'impôts enregistrés en dépenses.

¹⁷ Cotisations sociales effectives, qui regroupent celles versées par l'employeur à des régimes de sécurité sociale ou à d'autres régimes d'assurance sociale liés à l'emploi en vue de garantir le bénéfice de prestations sociales à leurs salariés, et celles à la charge des ménages, payables aux régimes d'assurance sociale pour leur propre compte (source : Insee).

¹⁸ Contributions, prélevées sur différents types de revenus (salaires, pensions de retraites, revenus du patrimoine, revenus du capital etc.), qui participent au financement de la protection sociale, à l'instar de la Contribution Sociale Généralisée (CSG) et de la CRDS (Contribution pour le Remboursement de la Dette Sociale).

A - Comme en 2023, une évolution des prélèvements obligatoires plus faible que celle du PIB en 2024

Les prélèvements obligatoires ont progressé modérément en 2024 (+ 29,5 Md€), en raison d'une faible évolution spontanée (+ 25,9 Md€) (1) et d'un montant limité de hausses d'impôts (+ 3,6 Md€) (2).

Tableau n° 8 : décomposition de l'évolution des prélèvements obligatoires (nets des crédits d'impôt)

	2023	2024
Croissance du PIB en valeur (en %)	6,5	3,3
Prélèvements obligatoires (en Md€)	1 221,3	1 250,8
Évolution effective (en Md€)	25,8	29,5
Évolution spontanée		
Évolution spontanée (en Md€)	31,9	25,9
Évolution spontanée (en %)	2,8	2,1
Élasticité	0,4	0,6
Mesures nouvelles		
Mesures nouvelles (en Md€)	- 6,1	3,6

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

1 - Une croissance spontanée modérée et une atonie des grands impôts

Les prélèvements obligatoires ont enregistré en 2024 une croissance spontanée, c'est-à-dire à législation inchangée, de + 2,1 %. L'élasticité¹⁹ des prélèvements obligatoires au PIB s'est ainsi élevée à 0,6, en hausse par rapport à 2023 (0,4) mais toujours très en deçà de l'unité. Si elle avait été égale à 1 (sa moyenne sur longue période), les prélèvements obligatoires auraient été supérieurs de 14,4 Md€ en 2024. L'impôt sur les sociétés (IS), la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et l'impôt sur le revenu expliquent à eux seuls l'essentiel (88 %) de ces moindres recettes. Ils ont tous trois reculé à législation inchangée.

¹⁹ L'élasticité des prélèvements obligatoires au PIB correspond au rapport du taux de croissance des prélèvements hors mesures nouvelles à celui du PIB en valeur.

Tableau n° 9 : croissance spontanée des principaux prélèvements obligatoires

	2023	2024		2023	2024
TVA	3,5	- 0,2	Droits de mutation à titre gratuit (DMTG)	13,8	0,0
Impôt sur les sociétés	- 15,9	- 0,1	Taxe foncière	7,0	3,3
Impôt sur le revenu	1,1	- 0,6	Cotisations sociales	4,8	4,1
Accise sur les produits énergétiques nette (ex-TICPE ²⁰)	- 2,4	0,2	Contrib. soc. sur revenus d'activité et remplacement	4,5	3,5
Droits de mutation à titre onéreux (DMTO)	- 22,0	- 13,1	Contrib. soc. capital	4,8	7,5

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

Après une chute spontanée en 2023, l'impôt sur les sociétés s'est légèrement replié, hors mesures nouvelles, en 2024 (- 0,1 %), en raison d'un bénéfice fiscal moyen des entreprises quasiment stable en 2023 (+ 1,0 % d'après les dernières estimations), amputé par le report des déficits passés.

La TVA a également connu une évolution spontanée légèrement négative (- 0,2 %). Du fait notamment des remboursements de crédits de TVA aux entreprises, celle-ci est restée nettement inférieure à la croissance de la base taxable, qui a pourtant fléchi sous l'effet d'une demande intérieure peu dynamique et d'une désinflation rapide.

L'impôt sur le revenu a également diminué (- 0,6 % à politique inchangée). La baisse des salaires réels en 2023 a conduit à un repli des taux d'imposition et à un moindre solde versé en 2024 au titre des revenus de 2023. L'administration signale par ailleurs un recours accru aux dispositifs de réduction et de crédit d'impôt, qui affecte négativement le produit net.

Parallèlement, les cotisations sociales ont davantage progressé (+ 4,1 %) que la masse salariale. La diffusion progressive, dans l'échelle des salaires, des hausses passées du Smic et de l'inflation ainsi que la moindre progression contemporaine du salaire minimum du fait de la désinflation ont limité le coût des allègements généraux. L'évolution spontanée des contributions sociales sur les revenus d'activité et de remplacement a également été plus forte (+ 3,5 %) que celle de la masse salariale, en raison notamment du dynamisme des pensions.

²⁰ Taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques.

Enfin, la poursuite des baisses du nombre et du prix des transactions immobilières en 2024 a fait de nouveau chuter les recettes de droits de mutation à titre onéreux (- 13,1 %, après - 22,0 % en 2023).

2 - Des mesures de hausses d'impôts et de cotisations pour 3,6 Md€, en rupture avec les baisses mises en œuvre depuis 2018

En rupture avec les baisses décidées depuis 2018, l'année 2024 est marquée par des hausses nettes d'impôts et de cotisations d'un montant total estimé à 3,6 Md€, comprenant 2,9 Md€ de mesures de baisse sans effet sur le solde public²¹, si bien que le total des hausses d'impôt affectant ce dernier s'élève en réalité à 6,5 Md€.

Une part de ce montant (2,9 Md€) est liée à la fin progressive des mesures fiscales sur le coût de l'énergie : la normalisation partielle des accises sur l'électricité (ex-TICFE²²) et les gaz naturels (ex-TICGN²³) s'est ainsi traduite par un surcroît de recettes de, respectivement, 4,9 Md€ et 1,6 Md€. L'extinction des recettes de la contribution sur les rentes infra-marginales des producteurs d'électricité (CRI) et la baisse des gains en recettes sur les charges du service public de l'énergie (CSPE) ont à l'inverse pesé sur les recettes à hauteur de respectivement 1,1 Md€ et 2,3 Md€.

Au total, le montant des mesures qui affectent le solde public hors mesures énergétiques atteint + 3,4 Md€ et recouvre un ensemble de hausses diverses (renforcement de la taxe sur les véhicules de sociétés, taxe sur les gestionnaires d'infrastructures de transport, etc.).

²¹ Les derniers remboursements de CICE (+ 1,0 Md€), qui concernent les entreprises n'ayant pas enregistré de bénéfice imposable depuis 2019, ont eu lieu en 2023, et se traduisent par un contrecoup positif pour les recettes en 2024, mais en comptabilité nationale, qui est une comptabilité en droits constatés, ce contrecoup est neutre et ne joue donc pas sur le déficit public, le dispositif étant éteint depuis 2019. Le plafonnement de la contribution des banques au fonds de résolution unique (- 3,9 Md€), instituée et perçue par l'Union européenne, est également neutre sur le déficit public.

²² Taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité.

²³ Taxe intérieure de consommation sur le gaz naturel.

B - Des prélèvements obligatoires nettement inférieurs aux prévisions de la loi de finances initiale

Une fois corrigé des effets du changement de base de comptabilité nationale (passage de la base 2014 à la base 2020) intervenu au printemps 2024, donc après la prévision initiale du PLF 2024 à l'automne 2023, le montant des prélèvements obligatoires s'est révélé très en deçà des anticipations, de 40,9 Md€ (1,4 point de PIB).

Le rapport de la Cour publié en février 2025²⁴ sur la situation des finances publiques a déjà analysé en détail cet écart très important, qui provient pour 19,5 Md€ (0,7 pt de PIB) d'un effet « en base » lié au montant de prélèvements obligatoires moins élevé qu'attendu en 2023, pour 8,5 Md€ (0,3 point de PIB) d'une révision à la baisse de la croissance nominale (3,3 % pour une prévision de 4,0 %) et pour 18,0 Md€ (0,6 point de PIB) d'une élasticité inférieure aux attentes, du fait d'hypothèses initiales trop optimistes. Enfin, cet écart a été limité à hauteur de 5,1 Md€ (0,2 point de PIB) par des mesures nouvelles de hausses d'impôts, décidées en cours d'année²⁵.

**Tableau n° 10 : prélèvements obligatoires 2024
(nets des crédits d'impôt) – prévisions et réalisation**

	Md€	Écart par rapport à la réalisation
PLF 2024 (PLPFP 23-27) - base 2014	1 292,2	- 41,4
PLF 2024 (PLPFP 23-27) - retraité base 2020	1 291,7	- 40,9
LFI 2025 - base 2020	1 249,9	+ 0,9
Réalisé - base 2020	1 250,8	

Source : Cour des comptes (données : Insee, ministère de l'économie et des finances)

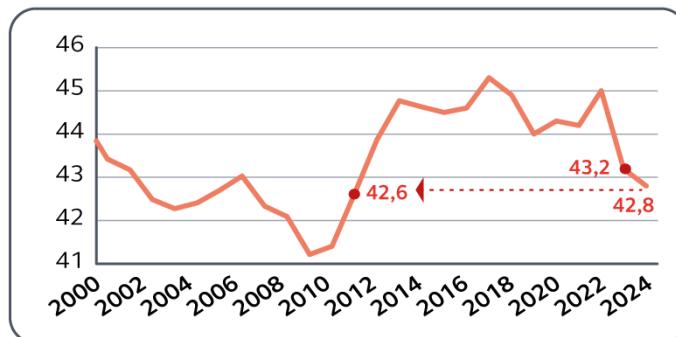
²⁴ Cour des comptes, *La situation des finances publiques début 2025*, Rapport public thématique, février 2025.

²⁵ Le montant de mesures nouvelles était attendu à - 1,5 Md€ dans le PLF pour 2024, il a finalement atteint 3,6 Md€. L'écart s'élève ainsi à 5,1 Md€. Le montant de mesures nouvelles avec un effet sur le solde public était quant à lui attendu à 0,6 Md€ dans le PLF pour 2024, contre un montant de 6,5 Md€ en exécution. L'écart atteint 5,9 Md€. Ces chiffres actualisés tiennent compte de la légère modification intervenue entre l'ultime prévision pour 2024 de la LFI 2025 adoptée en février 2025 et le compte de l'Insee publié le 28 mai 2025, qui a pour effet de relever l'estimation des prélèvements obligatoires de 0,9 Md€, avec + 0,4 Md€ au titre des mesures nouvelles (sur la taxe sur les véhicules de sociétés et la fiscalité sur les certificats d'immatriculation) et + 0,5 Md€ au titre de l'évolution spontanée.

C - Un ratio de prélèvements obligatoires encore parmi les plus élevés de l'Union européenne

L'année 2024 a mis fin à une période de six années marquées par d'importantes baisses d'impôts. Au cours de la période 2018-2023, elles ont atteint près de 60 Md€ et ont concerné l'ensemble des administrations publiques (baisse de l'impôt sur les sociétés, de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE), suppression de la taxe d'habitation, allégements de cotisations sociales, etc.). Ces baisses d'impôts n'ont pas immédiatement conduit à un recul du taux de prélèvements obligatoires. En 2022, il se situait à un niveau encore très proche de celui de 2017 à 45,0 points de PIB. L'élasticité des prélèvements obligatoires au PIB, supérieure à 1 en 2021 et 2022, a, en effet, transitoirement masqué l'effet des baisses d'impôts, avant que le fort tassement de l'évolution spontanée des recettes en 2023 et en 2024 en révèle l'impact, durable. Ainsi, en 2024, pour la deuxième année consécutive, la croissance spontanée des prélèvements obligatoires (+ 2,1 %) a été inférieure à celle du PIB en valeur (+ 3,3 %). Rapportés à celui-ci, ces prélèvements reculent de 0,4 point de PIB, à 42,8 points, un niveau proche de celui observé en 2011, avant les hausses d'impôts de 2012 et 2013.

Graphique n° 5 : ratio de prélèvements obligatoires, points de PIB



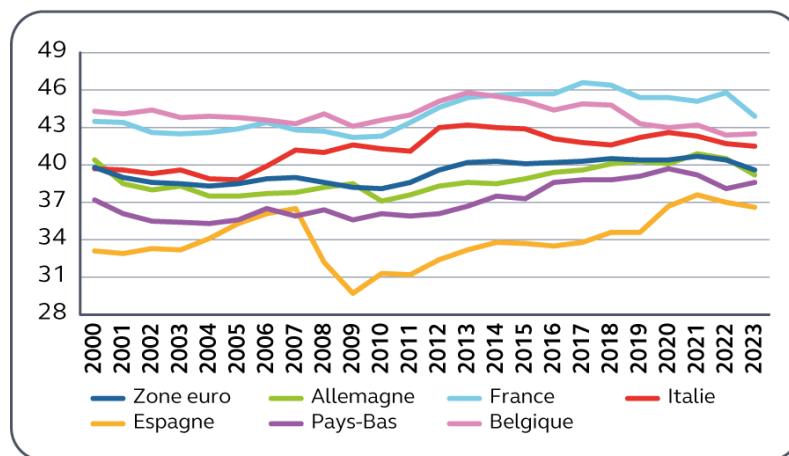
Source : Insee

Les baisses d'impôts mises en œuvre jusqu'en 2023 ont permis de légèrement réduire l'écart entre le taux de prélèvements obligatoires de la France et celui de ses partenaires européens, alors qu'il était très important en 2017²⁶. Le ratio français restait toutefois le plus élevé de la zone euro en

²⁶ En 2017, le ratio de prélèvements obligatoires atteignait 46,6 points de PIB en France, alors qu'il s'élevait à 40,3 points en moyenne en zone euro, 39,6 points en Allemagne, 41,8 points en Italie et 33,8 points en Espagne.

2023²⁷, à 43,9 points de PIB²⁸, contre 39,2 points en Allemagne, 36,6 points en Espagne, 41,5 points en Italie et 39,6 points en moyenne dans la zone euro.

Graphique n° 6 : taux de prélèvements obligatoires, points de PIB



Source : Eurostat

D - Une profonde modification de la structure des recettes des différentes administrations publiques

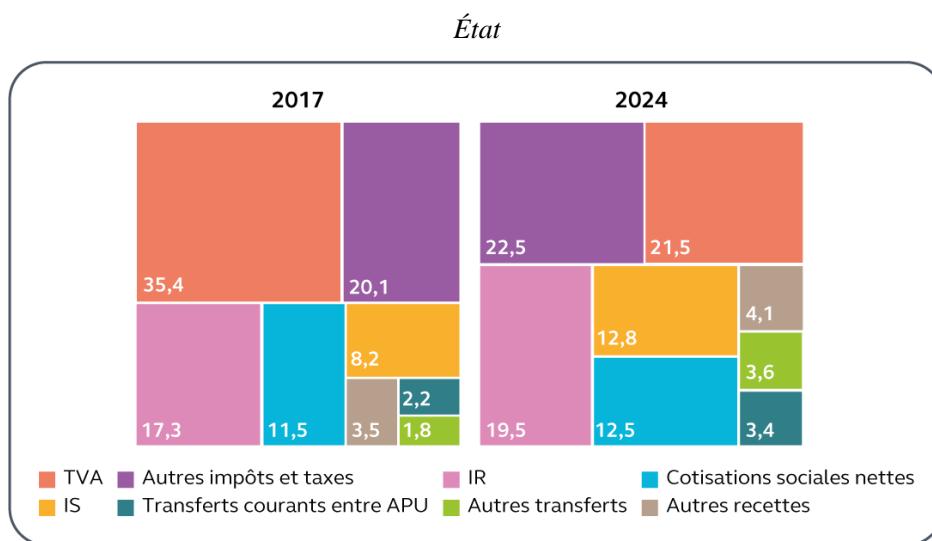
L'effet des baisses d'impôts opérées de 2018 à 2023 ne se limite pas à leur impact sur le taux de prélèvements obligatoires. Les choix qui ont été faits, en particulier la compensation du coût des allégements de cotisations et des baisses d'impôts locaux par des transferts de TVA par l'État, ont contribué à une profonde modification de la structure des recettes des administrations publiques. Ainsi, alors que la part de TVA dans ses recettes totales (en orange dans les graphiques suivants) a fortement reflué pour l'État (de 35,4 % en 2017 à 21,5 % en 2024), elle a augmenté de plus de 16 points pour les administrations publiques locales et de près de 6 points pour les administrations de sécurité sociale, la compensation des allégements de cotisations restant toutefois partielle pour ces dernières.

²⁷ Les données de l'année 2024 ne sont pas encore disponibles pour l'ensemble des pays de la zone euro.

²⁸ Les prélèvements obligatoires mesurés par Eurostat se distinguent de ceux mesurés par l'Insee en comptabilité nationale car les crédits d'impôts n'y sont pas déduits.

Parallèlement, le poids de l'impôt sur les sociétés a augmenté dans les recettes de l'État, de 8,2 % à 12,8 %, avec pour conséquence une plus grande volatilité de ses recettes du fait d'une réaction plus forte de cet impôt au cycle conjoncturel, comme il est très nettement apparu en 2023 et en 2024. Le poids de l'IS dans les recettes de l'État a également contribué à aggraver les écarts avec les prévisions de recettes en raison des difficultés inhérentes à l'anticipation du rendement de cet impôt²⁹. C'est la raison pour laquelle doit être relevée positivement l'annonce par le Gouvernement, en mars 2025, à l'occasion du plan d'action pour améliorer le pilotage des finances publiques, du lancement d'une étude auprès des grandes entreprises soumises au cinquième acompte de l'impôt sur les sociétés afin d'améliorer la prévision, suivant en cela une recommandation de la Cour³⁰.

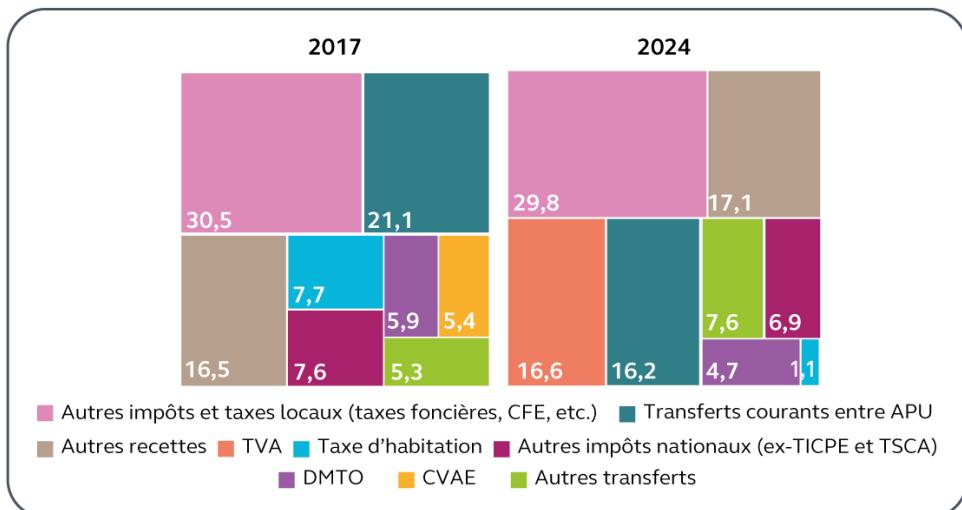
**Graphique n° 7 : composition des recettes publiques
par sous-secteur, en pourcentages**



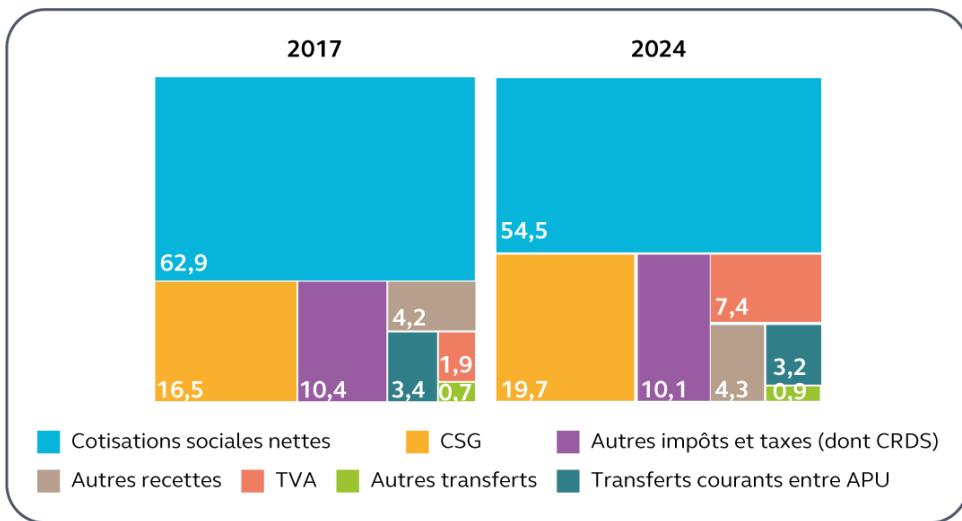
²⁹ Cour des comptes, *La prévision des recettes fiscales de l'État entre 2014 et 2023*, décembre 2024.

³⁰ *Idem*.

Administrations publiques locales³¹



Administrations de sécurité sociale³²



Source : Insee, Cour des comptes

³¹ En raison de la disponibilité des données, le montant de la taxe d'habitation est le montant total de 2024 en comptabilité nationale et celui des autres impôts nationaux est issu de la comptabilité budgétaire.

³² Champ protection sociale.

III - Un déficit qui se creuse encore et un ratio de dette en hausse pour la première fois depuis 2020

En 2024, le déficit public a atteint, selon le compte publié par l’Insee le 28 mai 2025, 168,6 Md€, soit 5,8 points de PIB. Il s’est ainsi creusé de 0,4 point par rapport à 2023 et de 1,0 point par rapport à 2022, et excède de 1,4 point la prévision initiale du projet de loi de finances (PLF) pour 2024, qui anticipait sa réduction à 4,4 points de PIB.

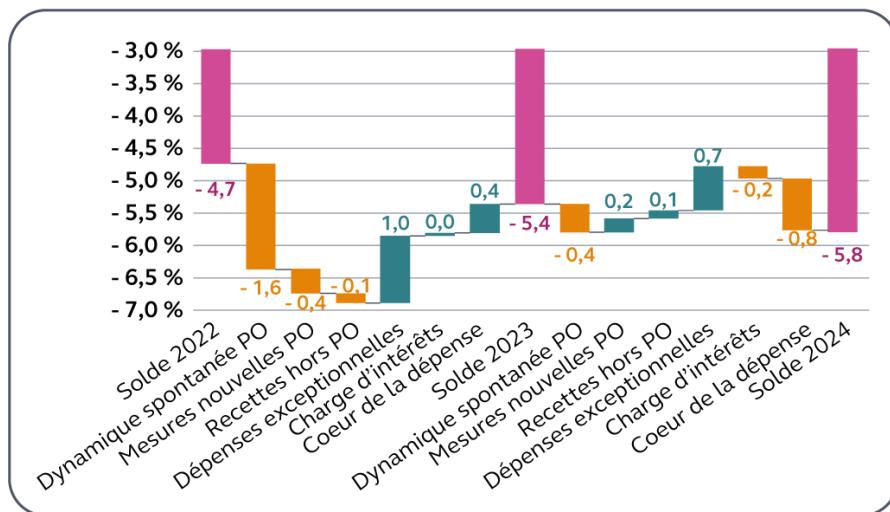
A - Un nouveau creusement du déficit public en 2024, largement dû au dynamisme de la dépense

Cette dérive importante du déficit public depuis deux ans est imputable à une variété de facteurs dont la nature et l’ampleur des contributions respectives diffèrent entre 2023 et 2024.

Le creusement de 0,6 point du déficit public en 2023 tenait en très grande partie à la faiblesse de l’évolution spontanée des prélèvements obligatoires (marquant par ailleurs une normalisation après deux années particulièrement dynamiques), qui contribuait à dégrader le déficit à hauteur de 1,6 point de PIB. Cet effet était aggravé par la poursuite de la politique de baisses d’impôts, avec un effet additionnel sur le déficit de 0,4 point, alors qu’en sens inverse, l’extinction des mesures d’urgence sanitaires concourrait à améliorer le solde de 1,0 point. Enfin, le « cœur de la dépense » (c’est-à-dire hors charges d’intérêt et dispositifs de crise) avait progressé moins rapidement que l’activité en 2023 et contribuait de ce fait à améliorer le solde de 0,4 point.

En 2024, la dynamique de la dépense primaire hors mesures exceptionnelles constitue à l’inverse la principale cause du creusement du déficit, avec une contribution de 0,8 point – mais masquée par un effet inverse d’ampleur quasi équivalente dû au repli des dépenses exceptionnelles énergétiques. De surcroît, les prélèvements obligatoires ont encore pâti, quoique dans une moindre mesure par rapport à 2023, d’une faible évolution spontanée, dont l’impact négatif sur le solde public (0,4 point) n’a été qu’atténué, à hauteur de 0,2 point, par les mesures nouvelles de hausse d’impôts. Enfin, la progression de la charge de la dette a pesé à hauteur de 0,2 point de PIB sur le déficit public en 2024.

Graphique n° 8 : contributions à l'évolution du solde public sur la période 2022-2024, en points de PIB



Source : Insee, retraitements Cour des comptes

Le déficit public pour 2024 est finalement légèrement moins creusé que la prévision de 6,0 points de PIB affichée par le PLF pour 2025. Cet écart par rapport à la dernière prévision formée avant la publication des comptes annuels 2024 par l’Insee résulte pour l’essentiel d’une progression des dépenses des collectivités locales moins dynamique que prévu en fin d’année 2024 (pour un impact positif de 3,3 Md€ sur le solde) et, dans une moindre mesure, de recettes de prélèvements obligatoires un peu supérieures³³ (pour un impact positif de 0,9 Md€).

B - Une nette dégradation des soldes des administrations locales et de sécurité sociale

Si le déficit de l’État est quasiment stable en euros courants (en hausse de 0,6 Md€, à 152,5 Md€), il a diminué de 0,2 point une fois rapporté au PIB, passant de 5,4 en 2023 à 5,2 points en 2024. On peut y voir le fruit des efforts de maîtrise en gestion de la dépense publique mais également l’effet de l’extinction des mesures exceptionnelles de soutien et des mesures de hausses d’impôts, supportées pour l’essentiel par l’État.

³³ Essentiellement imputables à la TVA, aux cotisations sociales et aux prélèvements sociaux sur le capital (cf. *supra*).

Avec un solde négatif autour de 5 points de PIB, ce dernier continue toutefois de porter l'essentiel du déficit des administrations publiques, les soldes des autres sous-secteurs étant beaucoup plus limités en valeur absolue.

Au contraire de l'État, les administrations publiques locales (APUL) ont vu leur déficit se creuser de 0,2 point de PIB, pour atteindre près de 17 Md€ soit 0,6 point en 2024, du fait d'une dépense dynamique, en particulier d'investissement, et dans une moindre mesure d'une poursuite de la baisse des recettes de droits de mutation à titre onéreux.

Ce sont toutefois les administrations de sécurité sociale (ASSO) qui ont enregistré la plus importante dégradation. Leur excédent, qui atteignait 11,5 Md€ en 2023 (0,4 point de PIB), s'est quasi-entièrement évaporé en 2024 (+ 2,3 Md€). Cette détérioration de 0,3 point de PIB est imputable au dynamisme des prestations sociales (cf. *supra*), en particulier de retraites sous l'effet d'une pleine indexation sur la forte inflation passée.

Par ailleurs, le solde quasiment équilibré des administrations de sécurité sociale masque leur déficit courant, puisque ce dernier est compensé par le solde structurellement excédentaire de la caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) (15,6 Md€ en 2024, en recul de 2,3 Md€ par rapport à 2023). En effet, les recettes de la Cades, qui sont affectées au remboursement en capital de la dette sociale, sont comptabilisées comme telles en comptabilité nationale, affectant positivement le solde, alors que ses dépenses ne le sont pas³⁴. Hors Cades, les administrations de sécurité sociale sont en déficit de 13,3 Md€ en 2024, après 6,4 Md€ en 2023.

Ce déficit est essentiellement celui du régime général et du fonds de solidarité vieillesse (FSV), qui se creuse de plus de 4,1 Md€ en 2024 pour atteindre 15,0 Md€. Parallèlement, l'excédent de l'Agirc-Arrco s'est réduit de 3,1 Md€ et s'élève à 1,8 Md€. Dans le contexte de dégradation du marché du travail, l'Unédic, qui était encore excédentaire en 2023 (+ 1,7 Md€), est tout juste à l'équilibre en 2024. Enfin, le déficit de la Caisse nationale de retraites des agents des collectivités locales³⁵ (CNRACL), laquelle était à l'équilibre en 2017, continue de se creuser pour atteindre 3,0 Md€ en 2024.

³⁴ Le remboursement en capital de la dette sociale est considéré comme une opération financière et non comme une dépense.

³⁵ La CNRACL gère aussi la retraite des personnels hospitaliers.

Tableau n° 11 : solde des administrations publiques de sécurité sociale, en Md€

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Administrations de sécurité sociale (ASSO)	12,1	- 48,3	- 19,7	8,5	11,5	2,3
dont CADES	15,8	16,1	11,2	18,0	17,9	15,6
ASSO hors CADES	- 3,7	- 64,4	- 30,9	- 9,5	- 6,4	- 13,3
dont régime général et fonds de solidarité vieillesse	- 0,5	- 36,4	- 29,0	- 20,5	- 10,9	- 15,0
dont UNEDIC	- 1,7	- 17,9	- 8,0	3,7	1,7	0,0
dont AGIRC ARRCO	0,3	- 6,1	2,0	5,5	4,9	1,8
dont organismes divers d'administrations de sécurité sociale (ODASS)	- 0,2	2,1	6,8	0,0	- 1,5	- 0,8
dont caisse nationale de retraite des agents des collectivités locales (CNRACL)	- 0,6	- 1,4	- 1,1	- 1,8	- 2,4	- 3,0
dont autres	- 0,9	- 4,6	- 1,6	3,7	1,9	3,6

Source : Insee, retraitements Cour des comptes

La persistance de déficits massifs de la sécurité sociale, comme l'anticipe la loi de programmation des finances publiques jusqu'à l'horizon 2027 au moins, est peu justifiable dès lors que l'économie ne se trouve pas en bas de cycle comme en 2020. Les dépenses sociales sont en effet constituées de prestations aux ménages qui, lorsqu'elles ne sont pas couvertes par des impôts ou des cotisations sociales, pèsent sur les générations suivantes auxquelles il incombe de rembourser cette dette sociale.

C - Un ratio de dette publique qui progresse pour la première fois depuis la crise sanitaire

La dette publique a atteint 3 305 Md€ fin 2024, soit un ratio de 113,2 points de PIB, dépassant de 3,4 points celui de 2023. La dette se situe très au-dessus de son niveau d'avant-crise (+ 15,0 points de PIB et + 918 Md€ par rapport à 2019).

Le ratio d'endettement public augmente ainsi pour la première fois depuis le déclenchement de la crise sanitaire. En effet, après une hausse brutale de près de 17 points en 2020 sous le double effet du creusement du déficit et de la chute du PIB, la dette avait légèrement reflué en points de

PIB, d'abord grâce au rebond de l'activité économique post-crise sanitaire puis grâce à la forte croissance du PIB en valeur pendant la crise inflationniste. En 2024, il aurait fallu que le déficit ne dépasse pas 3,5 points pour stabiliser la dette publique par rapport au PIB (il est revenu au chapitre III sur cette notion de « solde stabilisant », qui joue un rôle majeur dans l'appréciation de la soutenabilité de la dette).

De surcroît, le ratio d'endettement a davantage progressé en 2024 (+ 3,4 points) que ne l'aurait suggéré le niveau de déficit de 5,8 points – qui laissait attendre un endettement de 112 points de PIB. Cet écart s'explique par l'ampleur des flux de créances³⁶, de 1,2 point de PIB, du fait notamment d'une forte hausse – préventive – de la trésorerie de l'Acoss dans le contexte des incertitudes liées fin 2024 sur le vote du budget et sur les dispositions de la loi spéciale adoptée en décembre 2024.

**Tableau n° 12 : solde des administrations publiques
de sécurité sociale, en Md€**

En points de PIB	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ratio de dette publique	98,2	114,9	112,8	111,4	109,8	113,2
Croissance du PIB en valeur		- 4,7	8,2	5,8	6,5	3,3
Déficit stabilisant le ratio de dette		- 4,8	8,7	6,2	6,8	3,5
Déficit public		8,9	6,6	4,7	5,4	5,8
Écart du solde public au solde stabilisant (1)		13,8	- 2,1	- 1,5	- 1,4	2,3
Flux de créances (2)		3,0	0,0	0,0	-0,2	1,2
Variation du ratio de dette publique (1) + (2)		16,7	- 2,1	- 1,4	- 1,6	3,4

Source : Insee, retraitements Cour des comptes

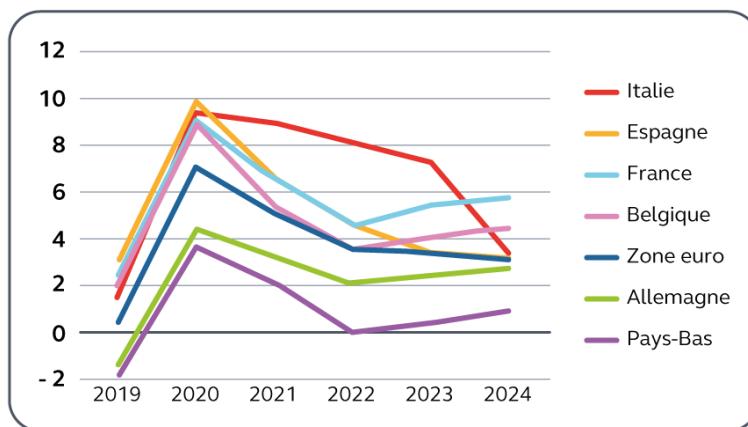
³⁶ Les flux de créances désignent des opérations neutres sur le déficit public mais qui affectent le niveau de dette publique (par exemple, vente de certains actifs financiers comme les actions).

D - Le niveau de déficit public le plus élevé de la zone euro

En 2024, le déficit public agrégé des pays de la zone euro poursuit sa diminution et se rapproche de l'épure du pacte de stabilité et de croissance, puisqu'il atteint 3,1 points de PIB après 3,5 points en 2023.

Cette amélioration s'explique principalement par celle, spectaculaire, du déficit public italien, qui a été réduit de 3,8 points de PIB entre 2023 et 2024. Cette amélioration est due notamment à la baisse de 4 points de PIB des subventions d'investissement en raison de la suppression du *superbonus* en faveur de la rénovation des logements. Elle a permis à l'Italie de renouer avec un excédent primaire de 0,4 point de PIB. Les cinq autres principales économies de la zone euro – à l'exception de l'Espagne – ont vu leur déficit public se détériorer en moyenne de 0,4 point de PIB en 2024.

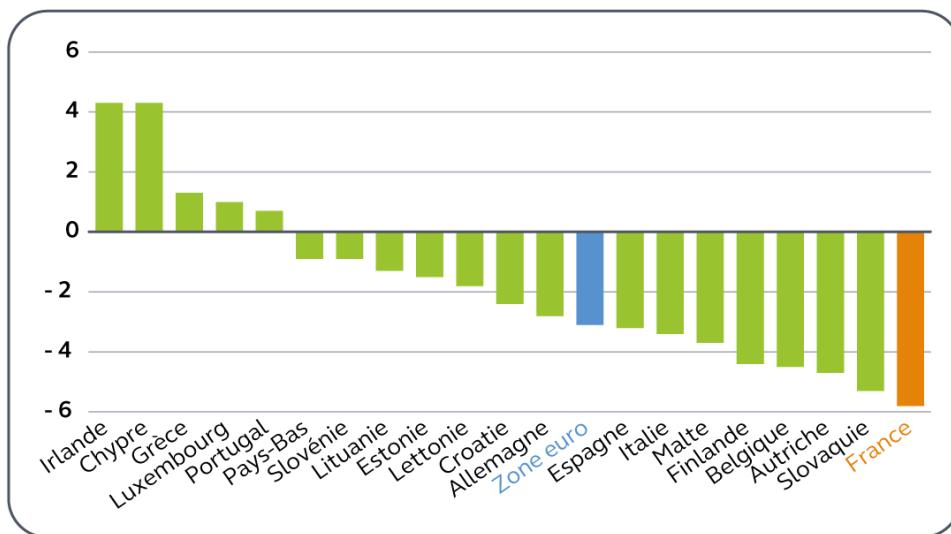
Graphique n° 9 : évolution du déficit public des six principales économies de la zone euro depuis 2019 (en points de PIB)



Source : Eurostat

La France est désormais l'État de la zone euro qui affiche le déficit le plus important, à 5,8 points du PIB en 2024. Parmi les cinq autres principales économies de la zone euro, seule la Belgique affiche un déficit encore très éloigné de l'objectif de 3 % du PIB, ce dernier étant cependant inférieur de 1,3 point à celui de la France.

**Graphique n° 10 : soldes publics dans la zone euro en 2024,
en points de PIB**

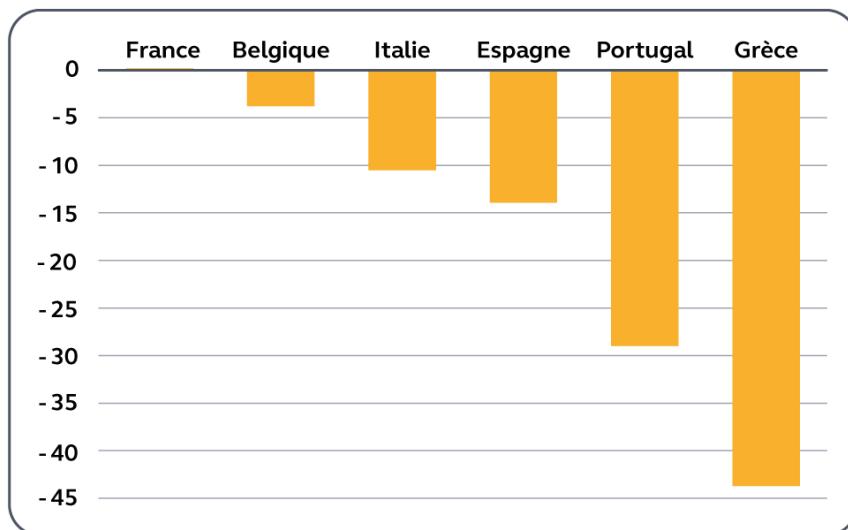


Source : Eurostat

S'agissant de la dette publique, le contexte inflationniste en 2022 (8,4 % d'inflation annuelle) et 2023 (5,4 %) a permis aux pays les plus endettés de la zone euro (c'est-à-dire dont la dette est supérieure à 90 points de PIB en 2024) de voir leur ratio de dette publique nettement reculer entre 2021 et 2024. Seule la France fait exception avec un ratio de dette quasi stable, ainsi que, dans une moindre mesure, la Belgique, dont la dette n'a été diminuée que de 3,8 points de PIB. À l'inverse, le Portugal et la Grèce ont suivi des politiques budgétaires qui leur ont permis d'amplifier l'impact de l'inflation sur le ratio de dette publique tandis que l'évolution des ratios de dette italien et espagnol est essentiellement liée à l'effet de l'inflation³⁷.

³⁷ P. Helwaser et A. Lacan, *Comparaison de l'effet de l'inflation sur les finances publiques en 2022 et en 2023 dans six pays de la zone euro*, HCFP, Note d'étude n°2024-1, mai 2024.

Graphique n° 11 : évolution du ratio de dette publique entre 2021 et 2024 pour les sept États les plus endettés de la zone euro (en points de PIB)



Source : Eurostat

CONCLUSION

L'année 2024 marque une deuxième année consécutive de dérive des finances publiques. Le creusement du déficit public en 2024 est encore plus inquiétant qu'en 2023 car il s'explique en premier lieu par une incapacité à maîtriser le « cœur » de la dépense publique (hors charges d'intérêts et mesures exceptionnelles), en particulier dans les champs des collectivités locales et de la protection sociale.

L'objectif de retour sous 3 % de déficit et d'inversion de la courbe du ratio de dette publique d'ici la fin de la décennie nécessitera des efforts importants d'économies sur l'ensemble des administrations publiques, qui non seulement n'ont pas encore été esquissés mais dont l'ampleur a été accrue par ces deux faux-départs.

L'obsolescence accélérée des différentes trajectoires pluriannuelles qui en découle, depuis plus d'un an et demi, ne peut plus se reproduire. L'année 2025 est à cet égard déterminante à double titre. D'une part, la cible de déficit, qui repose essentiellement sur un effort en recettes, doit être tenue, afin de ne pas enregistrer un troisième faux-départ consécutif. D'autre part, les mesures d'économies et de prélèvement obligatoires pour 2026 devront être suffisamment documentées pour crédibiliser la trajectoire pluriannuelle de finances publiques.

Chapitre II

Un objectif de retour du déficit sous 3 % à rendre crédible

Les premières marches des trajectoires pluriannuelles présentées par le Gouvernement depuis l'automne 2023 ont systématiquement été ratées. La loi de programmation pluriannuelle des finances publiques (LPFP) adoptée fin 2023 tablait sur un déficit public de 4,9 points de PIB en 2023 – qui s'est *in fine* établi à 5,4 points ; le programme de stabilité publié en avril 2024 prévoyait un déficit de 5,1 points en 2024, mais celui-ci a en réalité atteint 5,8 points ; le plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) publié en octobre 2024 reposait sur une prévision de déficit de 5,0 points de PIB en 2025, avant que celle-ci soit revue à 5,4 points par la loi de finances initiale (LFI) adoptée en février 2025. Ces révisions successives ont épousé le mouvement des dérives enregistrées depuis 2023 sans chercher à les compenser par des efforts accrus, ce qui accentue les risques pour 2025 et le reste de la trajectoire pluriannuelle – à commencer par 2026, qui suppose des efforts très importants.

Le Gouvernement retient, dans le rapport annuel d'avancement (RAA) du plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) remis à la Commission européenne, des hypothèses de croissance plus réalistes, mais qui paraissent encore optimistes (I). La prévision de prélèvements obligatoires ne comporte plus de marge de prudence, alors que des risques existent sur le rendement des fortes hausses d'impôts engagées cette année (II). Parallèlement, le respect des objectifs de dépense des administrations de sécurité sociale et des collectivités territoriales n'est pas acquis en l'absence de mécanismes ou de mesures identifiés (III). La cible de déficit de 5,4 points de PIB pour 2025 repose exclusivement sur des hausses

d’impôts pour moitié temporaires, dont le rendement demeure incertain, reportant sur les années futures les efforts d’ajustement en dépense (IV). La trajectoire très exigeante de retour sous 3 % en 2029 doit impérativement être crédibilisée alors que ni la répartition entre économies et hausses de prélèvements obligatoires, ni *a fortiori* le contenu précis des efforts budgétaires et fiscaux n’ont encore été précisés (V).

I - Un scénario macroéconomique encore optimiste dans un contexte de fortes incertitudes

L’année 2025 s’est ouverte sur un climat d’incertitude particulièrement élevé, dans un contexte d’absence de vote du budget de l’État et d’interrogations sur les conséquences de la loi spéciale, adoptée le 20 décembre 2024 pour autoriser la perception des ressources publiques nécessaires au financement des dépenses publiques essentielles jusqu’à l’adoption de la loi de finances pour 2025. Si l’adoption de cette dernière en février a un temps tempéré les inquiétudes des acteurs économiques, ces dernières ont ressurgi brutalement début avril avec les initiatives commerciales de la nouvelle administration américaine.

A - Une prévision de croissance pour 2025 loin d’être acquise compte tenu des risques internationaux

L’ampleur, le calendrier, le ciblage et la pérennité des hausses de droits de douane américains demeurent encore hypothétiques à ce stade et sont instables. Leurs effets sont donc difficiles à anticiper – d’autant qu’ils dépendent également des réactions des politiques commerciales des autres pays. Le Haut Conseil des finances publiques (HCFP) mentionnait dans son avis sur le rapport d’avancement annuel (RAA) 2025 du PSMT, publié le 15 avril 2025, que les organismes qu’il avait auditionnés (Insee, OFCE, Rexecode, Banque de France) estimaient « *un effet négatif sur l’activité plutôt contenu à court terme* », avec une ampleur « *plus forte en zone euro (perte de croissance variant entre 0,2 et 0,3 point de PIB) qu’en France (perte de croissance de 0,1 à 0,2 point de PIB en 2025) en raison de sa moindre exposition au marché américain* ». L’estimation du Gouvernement d’un impact négatif de 0,3 point sur l’activité économique cette année apparaît dans la fourchette haute des estimations disponibles.

En dépit de cette estimation, la prévision de croissance du Gouvernement pour 2025 de 0,7 % retenue dans le RAA publié en avril 2025 – qui avait déjà été révisée à la baisse, de 1,1 % dans le PLF 2025 déposé en octobre 2024 à 0,9 % dans la LFI 2025 adoptée en février – demeure légèrement plus élevée que celle de la plupart des organismes. La prévision du Gouvernement n'a fait que suivre le mouvement de baisse des prévisions des autres organismes sans se mettre à leur niveau, comme il apparaît dans le tableau ci-dessous :

Tableau n° 13 : prévisions de croissance en France pour 2025 (en %)

Gouvernement (RAA 2025, avril 2025)	0,7
Insee (juin 2025)	0,6
Banque de France (juin 2025)	0,6
<i>Consensus forecasts</i> (juin 2025)	0,5
OCDE (juin 2025)	0,6
Commission européenne (mai 2025)	0,6
FMI (avril 2025)	0,6
OFCE (avril 2025)	0,5
Rexecode (mars 2025)	0,6

Source : prévisions des différents organismes

La croissance s'est établie au 1^{er} trimestre 2025 à + 0,1 %. Les résultats des enquêtes de conjoncture, en particulier le climat global des affaires, ne suggèrent pas d'accélération de l'activité ; en supposant que la croissance atteigne 0,2 % par trimestre à partir du deuxième trimestre (contre 0,1 % au premier trimestre), la croissance annuelle ne dépasserait pas 0,6 % en 2025 – ce qui correspond précisément à la prévision retenue dans la note conjoncture publiée en juin par l'Insee. Enfin, la prévision du Gouvernement repose sur une hypothèse de progression en volume de la consommation des ménages et des exportations (respectivement + 1,2 % et + 1,4 %) qui apparaît fragile compte tenu des risques internationaux et très nettement supérieure à celles retenues par l'Insee et la Banque de France dans leurs prévisions publiées en juin.

Parallèlement, comme l'a relevé le HCFP, la prévision d'inflation, de + 1,4 %, apparaît élevée au regard de l'appréciation de l'euro enregistrée depuis le début de l'année et des prévisions des autres organismes (1,0 % selon l'Insee, la Banque de France et le *Consensus forecasts*), de même que, en conséquence, la prévision d'évolution du salaire moyen par tête et donc de la masse salariale – avec pour conséquence des risques sur la prévision de prélèvements obligatoires (cf. *infra*).

B - Des prévisions macroéconomiques pluriannuelles encore optimistes

Le Gouvernement anticipe dans le RAA 2025 une croissance de 1,2 % en 2026, 1,4 % en 2027 et 2028 et 1,2 % en 2029. Comme la prévision pour 2025, cette prévision pluriannuelle pour les années 2026 et suivantes n'a cessé d'être révisée à la baisse au cours des dernières années. Alors que les prévisions de croissance de la LPFP 2023-2027 étaient sous-tendues par une hypothèse de croissance potentielle³⁸ de 1,35 % dont la Cour avait rappelé à plusieurs reprises qu'elle était élevée, le Gouvernement a révisé celle-ci à 1,2 % jusqu'en 2028 et 1,0 % à partir de 2029, ce qui apparaît plus réaliste.

Le scénario pluriannuel de croissance du Gouvernement demeure toutefois encore optimiste pour trois raisons. D'abord, la croissance potentielle qu'il anticipe est encore un peu élevée jusqu'en 2028 par rapport à la moyenne des estimations disponibles³⁹. Ensuite, la prévision de croissance effective supérieure à la croissance potentielle sur la période 2026-2029 repose sur une hypothèse d'écart de production⁴⁰ nettement négatif, de - 0,7 point en 2024. Or, cette estimation est plus creusée que celle de la plupart des autres organismes (- 0,1 point pour la Commission européenne, - 0,5 point pour l'OCDE, - 0,6 point pour le FMI) ; en outre, l'Insee a publié dans sa note de conjoncture de mars des estimations concluant à un écart de production quasi-nul en 2024. Parallèlement, l'ampleur des mesures d'ajustement prévues (cf. *infra*) risque de peser sur la croissance à court terme. Enfin, les incertitudes liées au risque de guerre commerciale pourraient peser au-delà de 2025 sur la croissance, la plupart des estimations des effets d'une hausse des droits de douane concluant à une montée en puissance sur plusieurs années des effets négatifs sur l'activité.

³⁸ La croissance potentielle correspond au rythme de progression structurel de l'activité économique, indépendamment de l'effet du cycle conjoncturel.

³⁹ Pour les prochaines années, la Commission européenne anticipe une croissance potentielle de 0,8 %, l'OCDE de 1,0 %, le FMI de 1,2 %.

⁴⁰ L'écart de production désigne l'écart relatif entre le niveau du PIB effectif et celui du PIB potentiel (le niveau de PIB qui résulterait d'une pleine utilisation des facteurs de production sans provoquer de tensions inflationnistes, et dont la croissance est la croissance potentielle), rapporté au niveau du PIB potentiel. Un écart négatif implique que la croissance effective pourra excéder temporairement la croissance potentielle pour que le PIB « rattrape » son niveau potentiel.

II - Une prévision de recettes pour l'année 2025 sans marge de prudence

D'après le rapport annuel d'avancement (RAA) 2025, les recettes publiques totales nettes des crédits d'impôt devraient atteindre 1 533,3 Md€ en 2025, en hausse de 51,5 Md€ par rapport à 2024, soit + 3,5 %. Les prélèvements obligatoires sont attendus à 1 300,0 Md€, en progression de 49,2 Md€ par rapport à 2024, ce qui relèverait le taux de prélèvements obligatoires à 43,6 points de PIB. Les hausses d'impôts, dont le montant est prévu à 23,5 Md€, réaliseraient l'essentiel de l'ajustement budgétaire programmé en 2025.

Tableau n° 14 : évolution des recettes publiques de 2023 à 2025

	2023	2024	2025
Recettes publiques totales nettes des crédits d'impôt (en Md€)	1 437,3	1 481,8	1 533,3
Évolution effective (en Md€)	30,7	44,6	51,5
Évolution effective (en %)	2,2	3,1	3,5
Prélèvements obligatoires (en Md€)	1 221,3	1 250,8	1 300,0
Évolution effective (en Md€)	25,8	29,5	49,2
Évolution effective (en %)	2,2	2,4	3,9
Taux de prélèvements obligatoires (en point de PIB)	43,2	42,8	43,6

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

A - D'importants changements d'hypothèses masqués par l'apparente stabilité de la prévision pour 2025

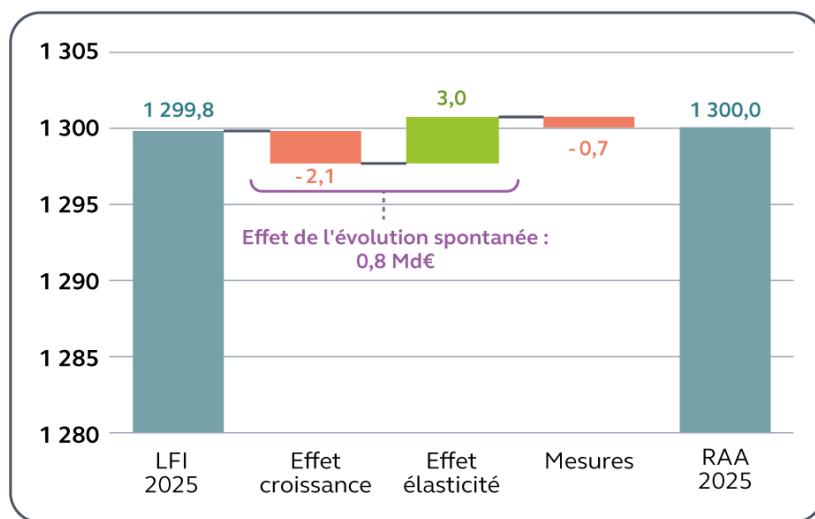
Dans le RAA, la prévision de prélèvements obligatoires atteint 1 300,0 Md€ pour 2025, en hausse de 49,2 Md€ par rapport à 2024 (désormais estimé à 1 250,8 Md€⁴¹). Elle excède de 0,2 Md€ celle inscrite en loi de finances initiale, alors même que la prévision de croissance du PIB en valeur a depuis été abaissée de 0,2 point. Le maintien de cette prévision, en dépit d'un contexte macroéconomique moins porteur, la rend plus vulnérable à d'éventuelles mauvaises surprises.

⁴¹ Le montant de prélèvements obligatoires de 2024 a été très légèrement révisé en hausse par rapport à celui prévu dans la loi de finances pour 2025 (1 249,9 Md€). Il n'y aura donc pas, en 2025, d'effet massif du report en base des moins-values de l'année précédente comme ce fut le cas en 2024.

Dans le détail, le RAA a procédé à un double ajustement :

- une révision à la hausse de 0,8 Md€ de l'évolution spontanée, qui résulte de mouvements contraires (- 2,1 Md€ liés à l'abaissement de la prévision de croissance, + 3,0 Md€ dus à des hypothèses plus favorables sur certains prélèvements, qui conduisent à réviser l'élasticité au PIB de 0,8 à 1)⁴² ;
- une révision à la baisse de 0,7 Md€ du montant de mesures nouvelles (cf. *infra*).

Graphique n° 12 : prélèvements obligatoires prévus en 2025 dans la loi de finances initiale et dans le RAA, en Md€



Source : Insee, Cour des comptes

Au total, les prélèvements obligatoires sont désormais attendus en hausse de 49,2 M€ en 2025, sous l'effet d'une progression spontanée de 25,7 Md€ (B) et de mesures nouvelles pour 23,5 Md€ (C).

⁴² En particulier, le rendement spontané de l'impôt sur les sociétés a été accru de 2,0 Md€ en raison d'un bénéfice fiscal qui reculerait moins que prévu en 2024 (- 2,5 % au lieu de - 3,9 %). Les recettes d'impôt sur le revenu sont également supérieures à ce qui était initialement prévu (+ 0,9 Md€), en raison du dynamisme des dividendes en janvier. À l'inverse, la révision est négative sur les prélèvements sociaux sur l'activité (- 1,5 Md€) pour tenir compte d'une masse salariale moins dynamique.

Tableau n° 15 : décomposition de l'évolution des prélèvements obligatoires (nets des crédits d'impôt)

	2023	2024	2025
Croissance du PIB en valeur (en %)	6,5	3,3	2,2
Prélèvements obligatoires (en Md€)	1 221,3	1 250,8	1 300,0
Évolution effective (en Md€)	25,8	29,5	49,2
Évolution spontanée			
Évolution spontanée (en Md€)	31,9	25,9	25,7
Évolution spontanée (en %)	2,8	2,1	2,1
Élasticité	0,4	0,6	1,0
Mesures nouvelles			
Mesures nouvelles (en Md€)	- 6,1	3,6	23,5

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

B - Une augmentation spontanée de 25,7 Md€ des prélèvements obligatoires en ligne avec la croissance

Malgré le tassement attendu de la croissance du PIB en valeur (2,2 % en 2025 après 3,3 % en 2024), l'évolution spontanée des prélèvements obligatoires resterait inchangée en 2025 (+ 2,1 %, comme en 2024). L'élasticité retrouverait ainsi un niveau quasiment unitaire, après les points bas touchés en 2024 (0,6) et en 2023 (0,4). Ce maintien de la croissance spontanée en dépit du ralentissement du PIB repose, dans le scénario retenu par le Gouvernement, sur le rebond attendu de deux prélèvements :

- les recettes d'impôt sur le revenu, qui sont prévues en hausse spontanée de 7,3 % en 2025. En raison notamment de la baisse de l'inflation, les salaires réels ont augmenté en 2024, ce qui devrait conduire à la fois à un solde versé plus élevé en 2025 au titre des revenus de l'année 2024 et à une hausse du prélèvement à la source recouvré en 2025 lors de sa mise à jour automatique en septembre ;
- les droits de mutation à titre onéreux (DMTO), qui sont également attendus en forte hausse spontanée (+ 8,2 %), grâce à la reprise progressive du marché immobilier favorisée par l'assouplissement de la politique monétaire.

Certains prélèvements connaîtraient une évolution spontanée proche de la hausse du PIB en valeur. C'est le cas :

- des recettes de TVA (+ 2,1 %), dont la hausse est pourtant restée nettement en retrait de celle de l'activité en 2024. D'une part, la progression des emplois taxables serait plus forte en 2025 (+ 2,4 %) qu'en 2024 (+ 2,0 %). D'autre part, les demandes de remboursement progresseraient en ligne avec la TVA brute, après avoir été particulièrement dynamiques en 2023 et en 2024 ;
- des cotisations sociales, qui sont attendues en hausse spontanée de 2,0 %. Bien que la masse salariale progresserait moins fortement que l'activité en 2025⁴³, la diffusion à l'ensemble des salaires des fortes hausses du Smic enregistrées en 2022 et en 2023 conduirait à un moindre dynamisme des allègements généraux concentrés autour du Smic, et *in fine* à des recettes nettes en progression.

Enfin, certains prélèvements verraien leur produit baisser. Pour la troisième année consécutive, l'impôt sur les sociétés reculerait à législation inchangée, du fait de l'effet défavorable du recul du bénéfice fiscal de 2024 (- 2,5 %, cohérent avec la baisse des marges des entreprises en 2024) sur les acomptes perçus en 2025. Les recettes de TICPE seraient affectées par le repli anticipé de la consommation de carburants. Après le bond observé en 2023 sous le double effet retardé du dynamisme de la valeur du patrimoine immobilier des ménages et de la mortalité observés en 2022, les droits de mutation à titre gratuit (DMTG) reculerait en 2025.

Tableau n° 16 : croissance spontanée des principaux prélèvements obligatoires en 2024 et en 2025, en %

	2024	2025		2024	2025
TVA	- 0,2	2,1	DMTG	0,0	- 0,8
Impôt sur les sociétés	- 0,1	- 3,6	Taxe foncière	3,3	2,4
Impôt sur le revenu	- 0,6	7,3	Cotisations sociales	4,1	2,0
Accise sur les produits énergétiques nette (ex-TICPE)	0,2	- 0,8	Contrib. soc. activité et remplacement	3,5	1,7
DMTO	- 13,1	8,2	Contrib. soc. capital	7,5	1,8

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

⁴³ La hausse de la masse salariale des branches marchandes non agricoles est attendue à 1,9 % en 2025, légèrement en deçà de celle du PIB en valeur qui est prévue à 2,2 %.

C - Des hausses d'impôts et de cotisations de 23,5 Md€, dont certaines sont toutefois temporaires

L'impact des mesures de hausses d'impôts est estimé à 23,5 Md€ en 2025. Il repose à hauteur de près de 10 Md€ sur la contribution exceptionnelle sur les grandes entreprises (8,5 Md€⁴⁴), dont le caractère temporaire a été confirmé, et sur la contribution différentielle sur les hauts revenus (1,4 Md€) dont la prévision a été abaissée de 0,6 Md€ par rapport à la LFI pour tenir compte de comportements d'optimisation. À ces mesures s'ajoutent la poursuite de la normalisation de la fiscalité énergétique (ex-TICFE) pour 3,6 Md€, une hausse des cotisations au profit de la CNRACL⁴⁵ pour 1,7 Md€ et une réforme des allègements généraux pour 1,6 Md€.

Tableau n° 17 : prévisions du Gouvernement des mesures nouvelles en prélèvements obligatoires, en Md€

En Md€	
Surtaxe exceptionnelle sur les grandes entreprises et mesure sur le fret maritime	8,5
Sortie du bouclier tarifaire (normalisation de l'ex-TICFE)	3,6
Hausse de 3 points du taux de cotisation au profit de la CNRACL	1,7
Réforme des allègements généraux (rendement net des effets retour IS)	1,6
Hausse de l'imposition des plus hauts revenus	1,4
Suspension de la baisse de la CVAE	1,1
Hausse de la fiscalité du secteur aérien	0,7
Hausse de taux de cotisations maladie FPH FPT ⁴⁶ (circuit CNRACL)	0,6
Hausse du taux-plafond des DMTO de 4,5 % à 5,0 %	0,5
Hausse de taux de la taxe sur les transactions financières	0,5
Hausse du forfait social sur les attributions d'actions gratuites	0,5
Fiscalisation des rachats d'actions ⁴⁷	0,4
Hausse des taux d'imposition des impôts directs locaux (TFPB)	0,3
Taxes sur les sodas & les jeux	0,3
Lissage en 4 ans de la CVAE	- 1,3
Autres	3,0
Total des mesures ayant un impact sur le déficit public	23,4
Extinction du CICE	0,1
Total des mesures ayant un impact sur les prélèvements obligatoires	23,5

Source : Cour des comptes (données : ministère de l'économie et des finances)

⁴⁴ Mesure sur le fret maritime incluse.

⁴⁵ Caisse nationale de retraite des agents fonctionnaires des collectivités locales et des établissements publics de santé.

⁴⁶ Fonction publique hospitalière et territoriale.

⁴⁷ Taxe sur les rachats d'action (0,2 Md€) et doublement de cette taxe (0,2 Md€).

D - Une prévision de recettes sans marge de prudence

Le HCFP a souligné deux fragilités du scénario macroéconomique du RAA 2025 : des prévisions d'inflation à + 1,4 % et de croissance de la masse salariale dans les branches marchandes à + 1,9 %, jugées toutes deux un peu élevées. La première fragilité pèserait sur les recettes de TVA et la seconde affecterait les cotisations sociales, les prélèvements sociaux sur les revenus d'activité et l'impôt sur le revenu.

Impôt par impôt, la prévision ne comporte quasiment plus aucune marge de prudence, l'impact d'une croissance moindre ayant été compensé par des hypothèses plus favorables sur plusieurs prélèvements obligatoires.

La prévision d'impôt sur les sociétés de la LFI 2025 intégrait ainsi une marge de prudence de 1 Md€ pour tenir compte des moins-values récentes. L'évolution spontanée des recettes a depuis été révisée de + 2,0 Md€ dans le RAA. Certes, les remontées comptables de décembre ont conduit à une révision de la prévision du bénéfice fiscal 2024, de - 3,9 % dans la loi de finances à - 2,5 %, un facteur de soutien pour le solde et les acomptes versés en 2025. L'ampleur de la révision des recettes spontanées d'IS (de - 6,9 % à - 3,6 %) semble toutefois élevée au regard des risques sur le bénéfice fiscal des entreprises en 2025, et donc sur le 5^{ème} acompte qui sera perçu en décembre.

Les recettes de TVA attendues en 2025, dont l'assiette est pourtant fortement corrélée à la croissance, n'ont pas été révisées à la baisse. La prévision de la base taxable a été maintenue, en dépit d'une hausse moins forte de l'investissement⁴⁸ prévue dans le nouveau scénario du Gouvernement, même si la croissance spontanée de la TVA lui demeure inférieure (+ 2,1 % contre + 2,4 % pour les emplois taxables). La prévision suppose par ailleurs un retour à la normale des demandes de remboursement de crédits de la part des entreprises.

L'impact de la révision à la baisse de la croissance de la masse salariale sur les cotisations sociales a été atténué par une hypothèse de moindre dynamisme des allègements, avec un effet positif sur les recettes de 1,2 Md€. Si la décompression de l'échelle des salaires⁴⁹ peut effectivement limiter le coût des allègements, l'ajustement opéré apparaît peu prudent alors même que la prévision de salaire moyen par tête a été abaissée.

⁴⁸ La formation brute de capital fixe représente de l'ordre de 20 % des emplois taxables.

⁴⁹ Élargissement de l'écart entre les salaires les plus bas et les plus élevés.

S’agissant de la TVA comme des cotisations sociales, les remontées comptables à fin mai 2025 suggèrent d’ailleurs à ce stade une exécution en deçà des prévisions.

La prévision de recettes d’impôt sur le revenu a quant à elle été révisée en hausse de 0,9 Md€ grâce à un prélèvement forfaitaire unique plus élevé, en dépit de la révision à la baisse de la croissance de la masse salariale, qui devrait peser sur le prélèvement à la source. Les tensions observées sur les marchés financiers pourraient en outre affecter les revenus financiers et donc le prélèvement forfaitaire unique.

L’hypothèse d’élasticité des prélèvements obligatoires retenue en LFI (0,8) avait été qualifiée de prudente dans le rapport publié en février sur la situation des finances publiques début 2025. Elle ne l’est plus désormais, les ajustements effectués depuis l’ayant portée à 1.

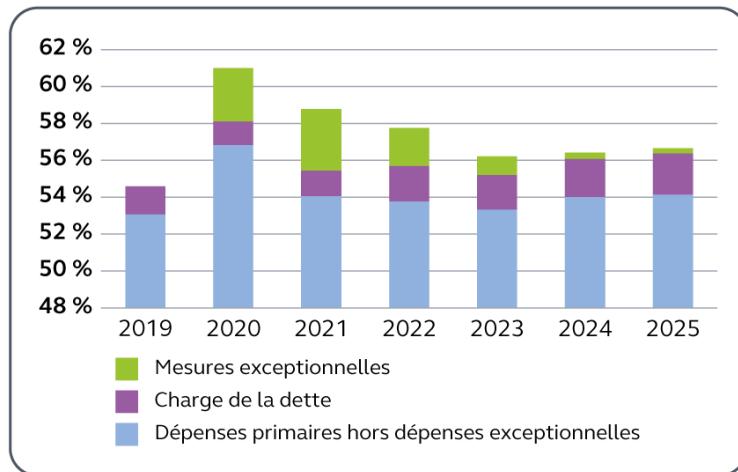
Le montant des mesures nouvelles reste également incertain. Il a été révisé en légère baisse depuis la LFI pour 2025, notamment pour tenir compte de comportements d’optimisation des entreprises et des ménages. Cet aléa porte en particulier sur la surtaxe exceptionnelle sur les grandes entreprises et sur la hausse de l’imposition sur les plus hauts revenus, dont le produit attendu s’élève à 9,9 Md€, soit plus de 40 % du total des mesures nouvelles. Ces deux mesures ont en outre été présentées comme temporaires, ce qui reporte sur les années suivantes un surcroît d’effort structurel d’ajustement de 10 Md€⁵⁰.

III - Une cible de dépenses fragile reposant essentiellement sur l’État

Les dépenses publiques hors crédits d’impôts augmenteraient de 2,6 % en 2025, soit une hausse de 1,1 % en volume, pour atteindre 1 693,3 Md€. Les dépenses exceptionnelles, déjà largement réduites en 2024, auraient peu d’impact sur cette évolution. Hors dépenses exceptionnelles et charge de la dette, la dépense publique progresserait de 2,4 % en valeur et 0,9 % en volume.

⁵⁰ Par ailleurs, la concrétisation de la contribution à la réduction du déficit public de la hausse de 3 points du taux de cotisation CNRACL acquitté par les employeurs publics des collectivités locales et des hôpitaux publics dépend, pour les collectivités, de la réalisation d’économies par ces mêmes employeurs, qui demeurent également incertaines.

**Graphique n° 13 : évolution du ratio de dépenses publiques
(en points de PIB) entre 2019 et 2025**



Note de lecture : ordonnée tronquée à 48 %, les proportions visibles sur le graphique ne reflètent donc pas la ventilation totale des dépenses.

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

Tableau n° 18 : évolution de la dépense publique

	2023	2024	2025 (P)
Dépense publique totale, hors crédits d'impôt			
Montant (Md€)	1 589,0	1 650,4	1 693,3
Ratio de dépense publique, en points de PIB	56,2	56,5	56,8
Évolution en valeur	3,7 %	3,9 %	2,6 %
Évolution en volume	- 1,2 %	1,7 %	1,1 %
Mesures exceptionnelles de soutien et de relance			
Montant (Md€)	28,6	9,7	8,5
Charge de la dette			
Dépenses de charge de la dette (Md€)	52,9	60,2	66,5
Dépense hors mesures exceptionnelles et charge de la dette			
Montant (Md€)	1 507,5	1 580,5	1 618,3
Évolution en valeur	5,6 %	4,8 %	2,4 %
Évolution en volume	0,6 %	2,7 %	0,9 %

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

La LFI pour 2025, adoptée en février, prévoyait une hausse des dépenses de 2,5 % en valeur et de 1,1 % en volume. Les dernières prévisions n'ont été révisées qu'à la marge. La dépense publique augmenterait donc plus rapidement que le PIB, ce qui se traduirait par une hausse pour la deuxième année consécutive du ratio de dépenses publiques (+ 0,2 point), qui passerait de 56,5 à 56,8 points de PIB.

La croissance de la dépense publique de 1,1 % en volume serait inférieure de 0,6 point à 2024. Cette évolution masque toutefois une différence très importante entre les deux années. En effet, les dépenses de soutien face à l'inflation énergétique étaient arrivées à quasi-extinction en 2024, ce qui contribuait à réduire la dépense de 19 Md€ par rapport à 2023. En 2025, les dépenses exceptionnelles de soutien et de relance ne reculerait que très faiblement (- 1,2 Md€).

La hausse des charges d'intérêt étant par ailleurs proche en 2024 et 2025 (respectivement + 7,4 Md€ et + 6,3 Md€), sous l'effet du refinancement progressif de la dette à des taux nettement supérieurs à celui des titres arrivés à échéance, cela signifie que l'évolution de la dépense primaire hors mesures exceptionnelles serait plus contenue en 2025. Cette dernière progresserait en effet de 0,9 % en volume après + 2,7 % en 2024. La dynamique du « cœur » de la dépense publique serait donc plus maîtrisée en 2025 que l'année précédente, mais progresserait toujours plus vite que le PIB et ne contribuerait donc pas à la réduction du déficit (cf. *infra*).

Cette progression de la dépense publique serait très hétérogène en 2025 entre les différentes administrations publiques. Les dépenses de l'État diminueraient de 0,8 % en volume, alors que celles des administrations locales progresseraient de 1,6 % et celle des administrations de sécurité sociale de 1,4 %. Les dépenses des ODAC augmenteraient même de 5,0 % en volume par rapport à 2024 sous l'effet de la montée en charge du programme France 2030 notamment.

Tableau n° 19 : évolution en volume des dépenses publiques par sous-secteur des administrations publiques (hors transferts entre administrations)

	2023	2024	2025 (P)
État	- 5,2%	- 0,5%	- 0,8 %
Odac	0,1%	- 2,1%	5,0 %
Apul	2,1%	2,7%	1,6 %
Asso	- 0,3%	3,3%	1,4 %
Total	- 1,2%	1,7%	1,1 %

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

A - Une cible de dépenses ambitieuse du côté de l'État

La LFI pour 2025 fixe un montant de crédits budgétaires sur le périmètre des dépenses de l'État (PDE) de 487,8 Md€, soit une baisse de 6,3 Md€ (à format constant) par rapport à la LFI pour 2024. Les nouvelles économies annoncées en avril 2025 amplifieraient ce montant sans que leur impact exact sur le déficit public soit encore certain puisqu'elles doivent être mises en regard des reports de crédits de 2024 sur 2025 non prévus en LFI, à hauteur de 13 Md€ dont 4 Md€ sur le budget général.

Cette maîtrise de la dépense de l'État serait d'autant plus significative que le repli des dépenses exceptionnelles s'est achevé pour l'essentiel en 2024 – et ne contribuerait donc que marginalement à réduire la dépense en 2025 – et que la charge de la dette continuerait de croître.

Les mesures prévues en LFI 2025 concernent les dépenses ayant connu une forte hausse durant la crise, notamment liées aux politiques de l'emploi et d'apprentissage (environ -4 Md€), une réduction des dépenses discrétionnaires notamment sur l'aide publique au développement (environ -2 Md€), ainsi qu'un ralentissement de la dynamique des dépenses courantes.

Les mesures additionnelles introduites par le Gouvernement depuis la LFI pour un quantum de l'ordre de 5 Md€ via le décret paru le 25 avril 2025, comportent deux volets : d'une part, l'annulation d'une partie des crédits mis en réserve (pour 2,7 Md€ en crédits de paiement), d'autre part, la mise en place d'un surgel complémentaire, pour un montant du même ordre.

Dans la ligne des mesures de gestion ayant permis de piloter la dépense de l'État en 2024 (dont le rapport de la Cour sur le budget de l'État a fait une analyse détaillée), ces réductions de dépenses seraient pour l'essentiel non pérennes, reportant par conséquent sur les années suivantes l'effort structurel d'ajustement requis par nos engagements pluriannuels.

Portant l'essentiel des efforts de maîtrise de dépenses, l'État disposerait de peu de marges de manœuvre pour faire face aux aléas. En particulier, aucun investissement supplémentaire ne serait intégré dans le secteur de la défense pour 2025. En outre, le RAA 2025 fait l'hypothèse que les dépenses ne seraient pas ou peu impactées par les incertitudes macroéconomiques dans un contexte où le risque de tensions commerciales et leurs impacts sur les filières exportatrices françaises pourraient susciter des besoins de soutien public additionnels en cours d'année. A l'inverse, une inflation moindre que prévue, liée par exemple à la hausse de l'euro par rapport au dollar, pourrait relâcher la contrainte en réduisant notamment la charge de la dette et les consommations intermédiaires⁵¹.

⁵¹ Les autres dépenses publiques, notamment les prestations sociales indexées sur l'inflation, seraient affectées à partir de 2026.

Tableau n° 20 : évolution des dépenses de l'État hors intérêts financiers et hors dépenses exceptionnelles

	2023	2024	2025 (P)
Évolution en valeur	8,1 %	5,7 %	- 0,2 %
Évolution en volume	3,0 %	3,5 %	- 1,6 %

Note : l'intégralité des dépenses exceptionnelles est supposée à la charge de l'État. Pour 2025, les intérêts de l'État sont calculés en gardant le même ratio de part de la charge de la dette toutes administrations publiques qu'en 2023 et 2024 (76 %).

Source : ministère de l'économie et des finances, retraitements Cour des comptes

Ces efforts sur la sphère de l'État seraient par ailleurs atténués, pour l'ensemble des administrations centrales, par le fort dynamisme des dépenses des organismes divers d'administration centrale (ODAC) (+ 5,0 % en volume après une baisse en 2024), notamment en raison de la montée en charge des dépenses de France 2030 et de la hausse de celles de France Compétences.

Au total, l'évolution en volume des dépenses des administrations publiques centrales, c'est-à-dire de l'État et des ODAC, atteindrait 0,3 % en 2025.

B - Un ralentissement des dépenses locales loin d'être acquis

Les cibles prévues pour les dépenses locales affichent un objectif moins ambitieux que pour l'État mais qui traduirait une inflexion marquée par rapport à 2024 (1,6 % en volume après 2,7 % en 2024).

Sur le seul champ des collectivités locales, la progression des dépenses en volume serait plus faible en 2025 qu'en 2024 (+ 1,8 % après + 2,3 %) du fait du ralentissement marqué des dépenses de fonctionnement puisque celles-ci seraient en progression de 2,0 % après 3,4 % en 2024 en valeur (soit + 0,6 % en volume après + 1,4 % en 2024).

Graphique n° 14 : évolution des dépenses de fonctionnement des collectivités locales en volume



Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

Les dépenses d'investissement des collectivités progresseraient de 6,9 % en 2025 après 7,3 % en 2024, soit + 5,4 % en volume, comme en 2024.

Graphique n° 15 : évolution des dépenses d'investissement des collectivités locales en volume



Lecture : en jaune, années électorales.

NB : les graphiques 13 et 14 ne sont pas à la même échelle.

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances

L’infexion des prévisions de dépenses repose sur le postulat que le net ralentissement des dépenses de fonctionnement des collectivités observé en deuxième partie d’année 2024, et atypique au regard des évolutions infra-annuelles de ces dernières années, se prolongerait en 2025.

En dehors du relèvement du taux de cotisation à la CNRACL, trois mesures ont été introduites en LFI 2025 pour favoriser un ralentissement des dépenses des collectivités locales, pour 2,7 Md€ au total : (1) un gel des recettes de TVA des collectivités à leur niveau de 2024, soit un moindre transfert de TVA de 1,2 Md€ en faveur de l’État, (2) un mécanisme de « dispositif de lissage conjoncturel des recettes des collectivités territoriales⁵² » comportant un prélèvement de 1 Md€ sur les recettes des collectivités, en principe restitué à ces dernières au cours des trois années suivantes, (3) une réduction des dotations historiques de compensation de la taxe professionnelle versées par l’État, soit une économie de 0,5 Md€ en faveur de ce dernier .

Ces cibles de dépenses, qui figurent dans le PSMT ajusté, ne sont à ce jour pas partagées par les collectivités locales, et ne sont étayées par aucun mécanisme particulier, par exemple d’ajustement des transferts de l’État comme la Cour l’a recommandé, de nature à conforter leur crédibilité.

C - Un objectif de dépenses sur la sphère sociale qui suppose des économies encore hypothétiques

Sur la sphère sociale, l’évolution en volume des dépenses serait réduite d’un facteur supérieur à 2 par rapport à l’année 2024 (+ 1,4 % après + 3,3 %), principalement en raison de moindres revalorisations des prestations de retraite et de famille, dont l’essentiel est lié à l’inflation de l’année précédente. En particulier, les prestations de retraite progresseraient en valeur de 3,7 % après + 7,0 % en 2024. Parallèlement, les prestations chômage diminueraient en valeur de 1,8 %, après + 5,1 % en 2024 du fait de la montée en charge de la réforme de l’assurance chômage entrée en vigueur le 1^{er} février 2023. Les prestations de santé resteraient quant à elles dynamiques en valeur (+ 3,5 %, après + 4,2 % en 2024).

⁵² Ce mécanisme dit DILICO créé par l’article 186 de la LFI pour 2025 prévoit un prélèvement d’un milliard d’euros sur les administrations publiques locales mis en réserve pour être redistribué les trois années suivantes aux collectivités contributrices, déduction faite de 10 % du total destinés à alimenter les fonds de péréquation.

L’Ondam augmenterait de 3,4 % en valeur pour atteindre 265,9 Md€ d’après la LFSS pour 2025, soit une progression en volume deux fois plus importante qu’en 2024. La cible de dépenses intègre un montant d’économies plus élevé qu’en 2024 (4,3 Md€ contre 3,5 Md€ dans la LFSS pour 2024) et un montant sensiblement accru de mesures nouvelles (6,2 Md€ contre 4,6 Md€ dans la LFSS pour 2024). Deux tiers de ces économies concernent les soins de ville avec des mesures de baisse de prix de produits de santé, de régulation des actes de biologie et de transport et de maîtrise des indemnités journalières. Le dernier tiers concerne les établissements de santé avec des gains d’efficience liés à l’optimisation des achats et au développement du mode ambulatoire.

Le comité d’alerte de l’Ondam, dans son avis publié le 18 juin 2025, qualifie de « sérieux » le risque de dépassement de l’objectif fixé pour 2025, qui dépasse le seuil d’alerte de 0,5 % du montant de l’Ondam adopté, soit 1,3 Md€. En particulier, le comité pointe le dynamisme des dépenses d’indemnités journalières pour accidents du travail et maladies professionnelles, qui pourraient dépasser la prévision d’au moins 0,5 Md€. Il évalue par ailleurs à 0,8 Md€ le risque de non réalisation des économies prévues sur les médicaments, notamment le gain prévu de 0,6 Md€ par la conclusion d’un protocole d’accord entre l’État et les entreprises pharmaceutiques à ce jour non acté. Le comité d’alerte souligne par ailleurs le « *point de fuite majeur* » de l’Ondam lié au déficit croissant des hôpitaux publics, qui pourrait atteindre 3 Md€ en 2024. Compte tenu de la situation financière dégradée des hôpitaux et des établissements médico-sociaux publics, les montants mis en réserve en début d’année, 1,1 Md€ de financements de l’assurance maladie, qui concernent pour l’essentiel les établissements de santé et médico-sociaux, ne pourraient en pratique être mobilisés que de façon limitée pour couvrir un éventuel dépassement de la prévision de dépenses de soins de ville.

Les dépenses d’assurance-chômage, enfin, pourraient excéder la prévision, si le marché du travail devait encore se dégrader, en lien notamment avec une concrétisation des risques internationaux sur la croissance et les exportations.

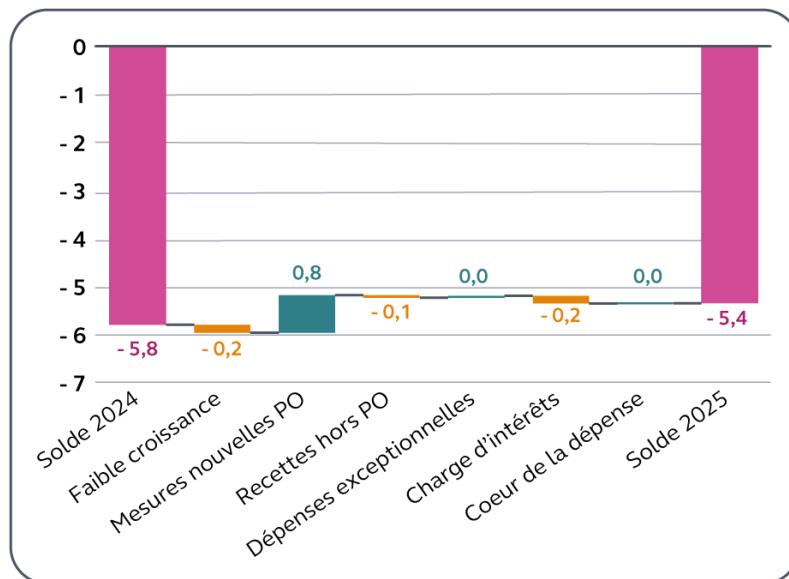
IV - Une réduction du déficit insuffisante pour enrayer la dérive de la dette publique en 2025

Le Gouvernement prévoit de réduire le déficit de 5,8 à 5,4 points de PIB en 2025. En valeur, ce dernier serait ramené de 168,6 Md€ à 160,0 Md€, soit une réduction de près de 9 Md€ en euros courants. En tout état de cause, cette modeste réduction ne permettrait pas, loin s'en faut, de stabiliser le ratio de dette publique.

A - Une réduction modeste et incertaine du déficit public, reposant essentiellement sur des hausses d'impôt

La réduction prévue du déficit public en 2025 serait essentiellement imputable aux hausses de prélèvements obligatoires de plus de 20 Md€, soit 0,8 point de PIB. En sens inverse, la poursuite de la hausse des charges d'intérêts pousserait le déficit à la hausse de 0,2 point. Parallèlement, le « cœur » de la dépense publique serait globalement neutre sur le déficit, traduisant l'absence d'effort global d'économies au niveau de l'ensemble des administrations publiques. Enfin, la faiblesse de la croissance de l'activité économique en 2025 aurait également un effet à la hausse sur le déficit, de 0,2 point de PIB.

Graphique n° 16 : contributions à l'évolution du solde public, en points de PIB



Source : ministère de l'économie et des finances, retraitements Cour des comptes

L'amélioration du solde public serait exclusivement portée par l'État, dont le déficit diminuerait nettement, de 5,2 points de PIB en 2024 à 4,3 points en 2025. Cette amélioration tiendrait aux efforts d'économies mais surtout aux mesures de hausses de prélèvements obligatoires, qui concernent essentiellement les recettes de l'État. Les administrations locales maintiendraient leur déficit à son niveau de 2024, à 0,6 point de PIB, mais le déficit des seules collectivités locales se creuserait de 0,4 point de PIB en 2024 à 0,5 point en 2025 compte tenu du dynamisme de l'investissement lié au cycle communal. Parallèlement, les organismes divers d'administration centrale (ODAC) verrraient leur déficit passer de 0,1 à 0,2 point de PIB en raison notamment de la montée en puissance des investissements d'avenir. Enfin, les administrations de sécurité sociale deviendraient déficitaires pour la première fois depuis la sortie de crise sanitaire : leur déficit atteindrait 0,2 point de PIB en raison du ralentissement des cotisations sociales (lié à celui de la masse salariale), alors que les prestations vieillesse et maladie resteraient dynamiques.

La concrétisation de cette réduction globale du déficit de 0,4 point de PIB, pourtant modeste, demeure à ce stade particulièrement incertaine, compte tenu (i) des risques pesant sur la croissance, (ii) des incertitudes sur les recettes de prélèvements obligatoires à croissance donnée et notamment du rendement de certaines mesures nouvelles comme la contribution sur les grandes entreprises, (iii) de la tenue des objectifs de dépenses, en particulier pour les collectivités locales en l'absence de mécanisme contraignant.

B - Une dette publique en augmentation de plus de 3 points de PIB pour la deuxième année consécutive

La dette publique atteindrait 116,4 points de PIB en 2025, soit 3 470 Md€, en hausse de 3,2 points et de 165 Md€ par rapport à 2024. La réduction du déficit prévue en 2025 est en effet trop limitée pour permettre une stabilisation ou même un ralentissement de la trajectoire de dette publique. Compte tenu de la faible croissance du PIB en valeur attendue (2,2 %), il aurait fallu viser un déficit public de 2,4 points de PIB pour espérer stabiliser le ratio d'endettement à son niveau de 2024.

Tableau n° 21 : évolution du ratio de dette publique, en points de PIB

En points de PIB	2023	2024	2025
Ratio de dette publique	109,8	113,2	116,4
Croissance du PIB en valeur		3,3	2,2
Déficit stabilisant le ratio de dette		3,5	2,4
Déficit public		5,8	5,4
Écart du solde public au solde stabilisant (1)		2,3	3,0
Flux de créances (2)		1,2	0,2
Variation du ratio de dette publique (1) + (2)		3,4	3,2

Source : Insee, ministère de l'économie et des finances, retraitements Cour des comptes

C - Une dérive continue de la trajectoire de finances publiques depuis un an et demi

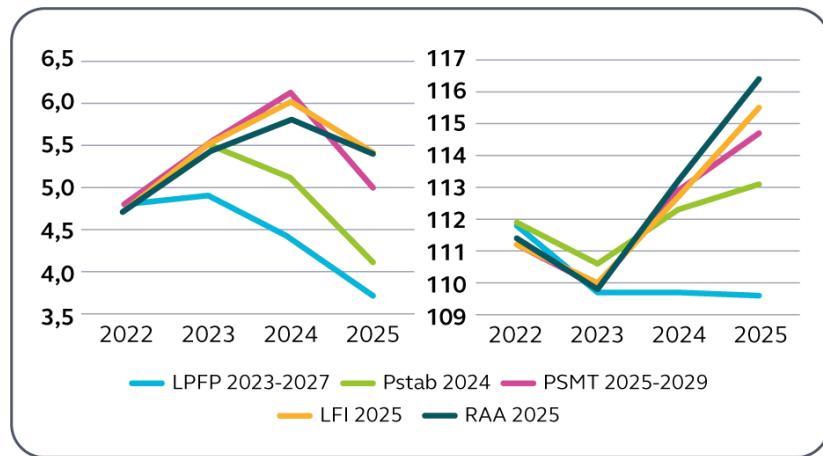
La LPFP 2023-2027 adoptée en décembre 2023 tablait sur un déficit de 3,7 points de PIB et un ratio d'endettement public de 109,6 points de PIB en 2025. Ces cibles avaient été revues à la hausse à respectivement 4,1 points et 113,1 points dans le programme de stabilité (Pstab) publié en avril 2024, compte tenu de la forte dégradation du déficit public en 2023. La poursuite de la détérioration des finances publiques en 2024 a conduit le Gouvernement à revoir ces objectifs à nouveau à la hausse à 5,0 points et 114,7 points dans le PSMT publié en octobre 2024. La cible de déficit a *in fine* été revue à 5,4 points de PIB, sur fond de révisions successives à la baisse des prévisions de croissance, dans la LFI 2025 adoptée en février (la cible de dette passant à 115,5 points de PIB) et confirmée dans le RAA publié en avril (la cible de dette étant encore revue à la hausse à 116,4 points⁵³ du fait de la hausse inattendue des flux de créances, cf. *supra*).

Cette dérive continue depuis un an et demi s'explique par le report continual des efforts d'ajustement à moyen terme, conjugué à la faiblesse de la dynamique spontanée des recettes au cours des deux années écoulées. La LFI 2025 et le RAA prévoient une réduction du déficit de 0,4 point de PIB, en dépit d'une croissance faible et grâce à un effort d'ajustement estimé par le Gouvernement à 0,8 point de PIB. Ce dernier repose cependant essentiellement sur des hausses importantes de prélèvements obligatoires, dont le rendement est incertain et dont une partie est de nature temporaire, alors que la dynamique de la dépense publique ne contribue pas à la réduction du déficit.

⁵³ Le RAA indique une cible de 116,2 points, que la Cour recalcule à 116,4 points afin de tenir compte de la révision à la hausse de 0,2 point du ratio de dette publique en 2024.

Un effort structurel portant sur les dépenses de l'ensemble des administrations publiques – collectivités locales et protection sociale incluses – est dorénavant impératif pour conjurer la répétition d'une dérive qui dépasse d'ores et déjà les scénarios les plus pessimistes présentés il y a à peine dix-huit mois par la Cour. Le scénario le plus défavorable simulé dans le rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques publié mi-juillet 2024 prévoyait en effet un déficit public de 5,2 points et une dette publique de 114,3 points en 2025 : il était encore optimiste au regard des cibles actuelles de 5,4 points de déficit et de 116,4 points de ratio de dette.

Graphique n° 17 : évolution des trajectoires de déficit public (à gauche) et de dette publique (à droite), en points de PIB



Source : ministère de l'économie et des finances, retraitements Cour des comptes

V - Une trajectoire pluriannuelle très exigeante et pourtant impérative pour ne pas amplifier le décrochage européen de la France

La révision de l'objectif de déficit public en 2025, de 5,0 points de PIB dans le PSMT présenté en octobre 2024 à 5,4 points de PIB dans la LFI 2025, a été prise en compte par le Conseil de l'Union européenne, tant pour l'approbation du PSMT français⁵⁴ que dans sa recommandation dans

⁵⁴ Recommandation du Conseil C/2025/659.

le cadre de la procédure pour déficit excessif⁵⁵ engagée à l'encontre de la France. Cependant, elle n'a pas conduit le Gouvernement à réviser la suite de la trajectoire de finances publiques à partir de 2026 dans le RAA, ce qui implique un ajustement très important dès l'année prochaine. Suivant un schéma qui se répète depuis une quinzaine d'années, l'effort nécessaire pour engager une réduction pérenne du déficit public, initialement programmé pour 2025, a de nouveau été repoussé, avec désormais un palier très important à franchir en 2026.

A - Un effort considérable dès 2026 à préciser et crédibiliser d'urgence

Le RAA 2025 prévoit de ramener le déficit public de 5,4 points à 4,6 points de PIB en 2026, à 4,1 points en 2027, 3,4 points en 2028 et 2,8 points en 2029. La trajectoire de cibles nominales du déficit du PSMT, qui prévoyait un retour sous 3 % du PIB en 2029, est donc maintenue quasiment à l'identique⁵⁶. Parallèlement le ratio de dette publique augmenterait jusqu'en 2027, pour atteindre 118,3 points de PIB, avant de légèrement refluer jusqu'à 117,4 points de PIB en 2029. Sous l'hypothèse de taux d'intérêt de long terme de 3,7 % retenue par le Gouvernement, la charge de la dette atteindrait en 2029 3,2 points de PIB, soit plus de 100 Md€ - contre respectivement 2,1 points de PIB et 60,2 Md€ en 2024.

Tableau n° 22 : trajectoire de finances publiques du RAA 2025

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Déficit public, en pts de PIB	5,4	5,8	5,4	4,6	4,1	3,4	2,8
Ajustement nominal, en pts de PIB		- 0,4	0,4	0,7	0,5	0,7	0,6
Dépense primaire nette, en %		3,3	0,9	0,7	1,3	1,2	1,2
Charge de la dette, en pts de PIB	1,9	2,1	2,2	2,4	2,8	3,0	3,2
Dette publique, en pts de PIB*	109,8	113,2	116,4	117,8	118,3	118,0	117,4

Source : RAA 2025, retraitements Cour des comptes

*Par rapport au RAA 2025, les ratios de dette ont été recalés sur le niveau de 2024, donc révisés à la hausse de 0,2 point.

⁵⁵ Le Conseil de l'Union européenne a constaté l'existence d'un déficit excessif en juillet 2024 et adopté une recommandation visant à mettre fin à cette situation en janvier 2025.

⁵⁶ Les cibles de 2027 et 2028 sont chacune très légèrement révisées à la hausse, à hauteur de 0,1 point de PIB.

Cette trajectoire correspond à une dynamique de la dépense primaire nette des mesures nouvelles en prélevements obligatoires particulièrement contenue en 2026, à + 0,7 %. Cet indicateur, qui constitue la métrique essentielle suivie par la Commission européenne pour analyser les trajectoires des États membres dans le cadre des nouvelles règles budgétaires, traduit l'effort d'ajustement à réaliser, qu'il porte sur la dépense publique hors charges d'intérêt elle-même et/ou passe par des mesures nouvelles de hausses d'impôts ou de cotisations sociales. La trajectoire du RAA 2025 ne donne pas davantage de précisions sur la répartition de cet ajustement entre prélevements obligatoires et maîtrise de la dépense publique primaire, ni *a fortiori* ne documente les mesures précises d'économies ou de hausses de prélevements obligatoires à partir de 2026.

Cette trajectoire, qui seule permettrait de mettre fin à la procédure de déficit excessif approuvée par le Conseil de l'Union européenne en juillet 2024, est très exigeante, particulièrement au regard des efforts budgétaires fournis par le passé. En supposant, à titre illustratif, qu'à partir de 2026, la totalité des efforts porte sur la dépense, cette trajectoire implique un effort de maîtrise de la dépense publique hors charges d'intérêts nettement accru avec une diminution annuelle moyenne de 0,2 % en volume sur la période 2026-2029, alors que cette dépense a progressé de 1,0 % en volume en moyenne pendant les années d'avant-crise (2015-2019) – période qui incorporait déjà des mesures de maîtrise de la dépense publique. Cette diminution en volume pendant quatre années consécutives représenterait un effort d'économies de 80 Md€ à l'horizon 2029 par rapport à un scénario d'évolution tendancielle annuelle de + 1,0 % en volume, dont 16 Md€ en 2026. En ajoutant les hausses de prélevements obligatoires de l'ordre de 0,8 point de PIB en 2025, l'effort total d'ajustement sur la période 2025-2029 s'élèverait à près de 105 Md€ à l'horizon 2029.

Le respect de cette trajectoire dès 2026 apparaît encore très incertain. D'abord, il suppose que la cible de déficit de 5,4 points de PIB soit atteinte en 2025. Ensuite, il repose sur un effort supplémentaire par rapport à cette année de plus de 15 Md€, dont aucune piste significative n'est pour l'instant esquissée. Parallèlement, les mesures de hausses temporaires des impôts en 2025, de l'ordre de 10 Md€, devront être remplacées par des mesures pérennes d'une ampleur équivalente (en recettes ou en dépenses) – ce qui portera l'effort d'ajustement à plus de 25 Md€ en 2026. La Cour calcule cet effort par différence avec l'évolution tendancielle de la dépense avant-crise. Cette méthode conduit à une évaluation moindre de l'effort d'ajustement que celle, de 40 Md€, annoncée par le Gouvernement – qui retient une méthode de calcul différente (cf. encadré). Enfin, la conjoncture pourrait continuer de se dégrader (d'autant que les efforts d'ajustements pourraient eux-mêmes peser transitoirement sur la croissance), avec par exemple une concrétisation des risques de guerre commerciale, ce qui exigerait des efforts budgétaires et fiscaux encore accrus pour tenir la cible de déficit de 4,6 points de PIB en 2026.

L'évaluation de l'effort d'économies et la question de l'évolution tendancielle de la dépense publique

L'évaluation d'un effort de réduction du déficit par des hausses d'impôts est simple à quantifier : elle repose sur l'effet de mesures de modifications des règles d'assiettes et de taux des prélèvements obligatoires existants ou de création de nouveaux prélèvements, même s'il conviendrait en toute rigueur de tenir compte également de l'incidence de ces mesures sur les comportements des acteurs économiques. L'effort d'économies en dépense est plus délicat à apprécier, car la distinction entre évolution spontanée, qui suppose de définir une évolution tendancielle de la dépense publique, et mesure nouvelle n'est pas aussi claire que pour les prélèvements obligatoires.

La détermination du « tendanciel » de la dépense demeure relativement simple pour les prestations sociales indexées sur l'inflation comme les retraites, car elle repose sur des hypothèses d'inflation et d'évolutions démographiques : les mesures nouvelles sont alors des modifications par rapport aux règles en vigueur (sous-indexation des pensions, recul de l'âge légal de départ, etc.). Pour d'autres catégories de dépenses, par exemple d'investissement, l'évolution tendancielle est beaucoup plus difficile à appréhender.

On peut en particulier distinguer deux approches.

La méthode retenue par le Gouvernement consiste à évaluer par catégorie de dépense une évolution à politique inchangée, qui tient compte non seulement des règles existantes pour les prestations sociales, mais également de l'impact des dispositions déjà adoptées (par exemple, dans les lois de programmation sectorielles comme la loi de programmation militaire), ainsi que des hypothèses sur la dynamique spontanée de différentes catégories de dépenses d'intervention. C'est sur la base de cette approche que le Gouvernement évalue à 40 Md€ les efforts nécessaires pour concrétiser la diminution prévue du déficit public de 0,8 point en 2026.

Une autre approche, que la Cour a déjà utilisée dans ses précédents rapports sur les finances publiques, consiste à évaluer l'effort d'économies non par rapport à une évolution supposée de la dépense à politique inchangée, mais par rapport à une évolution observée par le passé, pendant une période de référence. La méthode de la Cour porte sur l'évolution en volume du « cœur » de la dépense publique, c'est-à-dire la dépense hors charge de la dette et hors mesures exceptionnelles. La Cour évalue l'effort d'économies sur le cœur de la dépense comme l'écart entre sa dynamique inscrite dans la trajectoire et sa croissance annuelle moyenne observée pendant les cinq années avant-crise (+1,0 % en volume sur la période 2015-2019, pendant laquelle des efforts de maîtrise de la dépense avaient été produits).

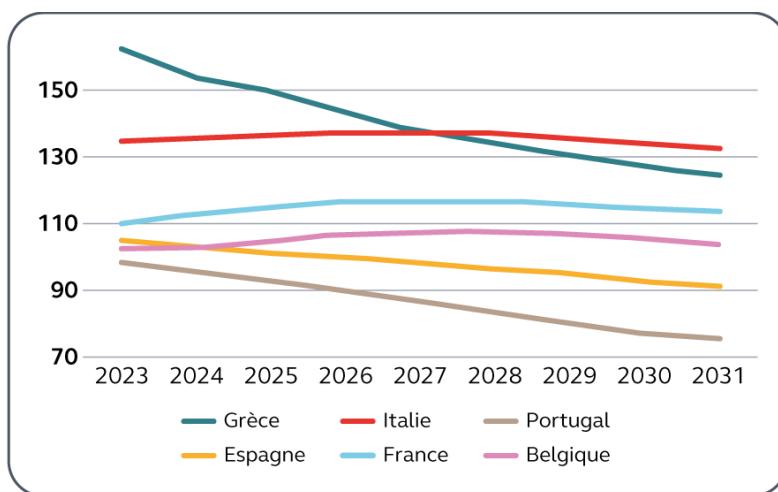
Cette approche présente un double avantage. D'une part, elle évite l'écueil de la détermination d'un tendanciel, théorique et inobservable en pratique. D'autre part, elle a une vertu pédagogique en permettant de mesurer non pas un effort d'économie absolu dont la mesure est hypothétique, mais l'intensification prévue de l'effort de maîtrise des dépenses par rapport aux économies qui ont pu être réalisées dans un passé récent.

B - Une trajectoire de dette publique qui accroît la divergence française avec les autres pays de la zone euro

Parmi les six États membres les plus endettés de la zone euro, les plans budgétaire et structurel à moyen terme dessinent deux stratégies différentes :

- celle de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne, qui ont fait le choix d'un désendettement rapide avec une baisse du ratio d'endettement rapportée au PIB de respectivement 28, 15 et 8 points entre 2023 et 2028 ;
- celle de l'Italie, de la Belgique et de la France, qui parviendront seulement à stabiliser leur dette à horizon 2028, à un niveau qui aura respectivement augmenté de 2, 4 et 6 points entre 2023 et 2028.

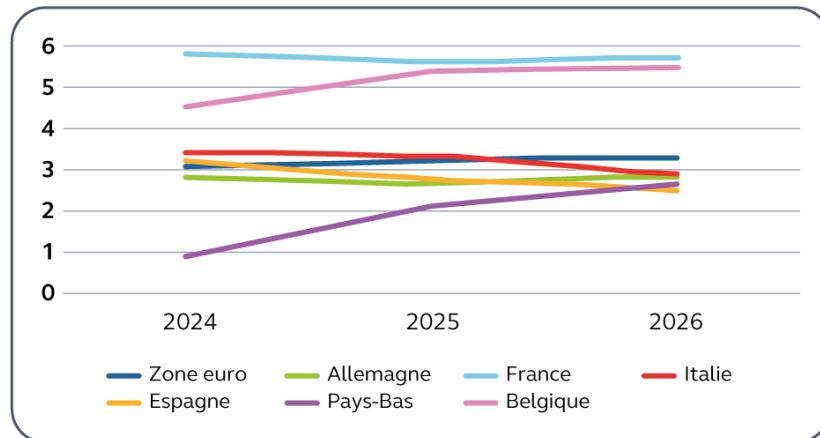
Graphique n° 18 : projection de dette publique d'après les PSMT des six États les plus endettés de la zone euro (en points de PIB)



Source : plans budgétaire et structurel à moyen terme

Concernant ce dernier groupe de pays, alors que l'Italie respecte globalement à ce stade la trajectoire qui avait été définie dans son plan budgétaire et structurel à moyen terme, la France et la Belgique risquent d'en rater le premier jalon. En effet, d'après les dernières prévisions de la Commission européenne, publiées le 19 mai 2025, la France est, avec la Belgique, l'État membre dont le déficit public pour 2026 serait le plus éloigné de la cible fixée par le PSMT. La Commission prévoit, en effet, un déficit de 5,6 points de PIB puis 5,7 points de PIB pour la France en 2025 et 2026, contre 5,4 puis 4,6 points prévus par le PSMT. La France et la Belgique verrraient donc leur déficit stagner durablement au-delà de 5 points de PIB, alors que le déficit des quatre autres principales économies de la zone euro évoluerait autour de 3 points de PIB. Les prévisions de la Commission pour 2026 ne tiennent toutefois compte que des mesures d'ajustement documentées à ce jour. Elles soulignent par conséquent en creux l'impératif pour la France de rapidement préciser les mesures budgétaires et fiscales qui permettront de respecter la cible en 2026.

**Graphique n° 19 : prévision des déficits publics
des six principales économies
de la zone euro en points de PIB**



Source : Commission européenne, prévisions de printemps

C - Un objectif très fragile de retour du déficit sous 3 % et de stabilisation du ratio de dette publique d'ici la fin de la décennie

Le retard accumulé au cours des deux dernières années sur le chemin du retour du déficit sous 3 % de PIB, indispensable à l'inversion de la trajectoire du ratio de dette publique, rend impératif pour la France de respecter enfin ses engagements budgétaires.

Même si les prévisions de croissance apparaissent plus réalistes que lors des précédentes trajectoires, le RAA 2025 ne retient pas davantage de marge de sécurité que les précédents engagements pluriannuels. La moindre réalisation en deçà des prévisions, que ce soit en matière de croissance ou d'ajustement budgétaire ou fiscal se traduirait par une hausse du ratio d'endettement tout au long de la deuxième partie de la décennie.

Afin d'illustrer la fragilité de cette trajectoire, la Cour a simulé cinq scénarios modifiant certaines hypothèses du RAA dans un sens plus conforme avec les tendances passées et les risques identifiés. Les deux premiers portent sur les hypothèses macroéconomiques, le troisième sur la politique d'ajustement budgétaire et fiscal tandis que les quatrième et cinquième cumulent chacun deux des trois premiers scénarios.

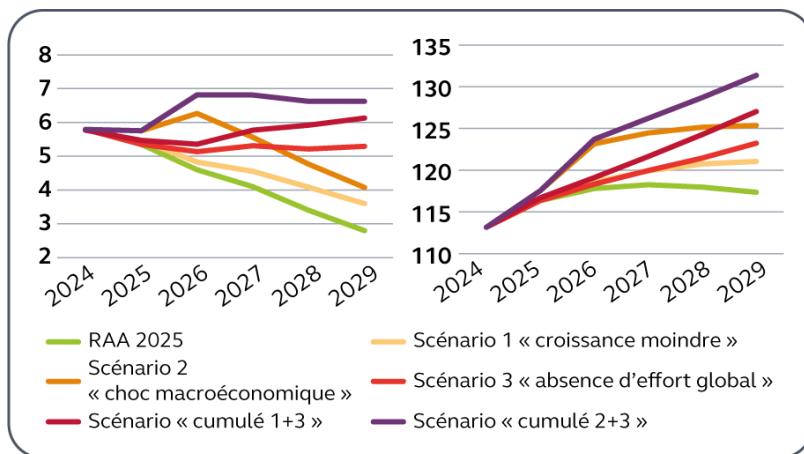
Le premier scénario, appelé « croissance moindre », suppose une croissance du PIB égale à celle du consensus des économistes en 2025 (soit 0,5 % au lieu de 0,7 % dans le RAA) et, à partir de 2026, à 1,0 % par an en volume – contre 1,3 % en moyenne sur la période prévu par le Gouvernement. Sous ces hypothèses, le ratio de dette publique continuerait d'augmenter sur l'ensemble de la période, pour atteindre 121,1 points de PIB en 2029, et avec un déficit public qui, à 3,6 points de PIB, ne serait pas repassé sous le seuil de 3 %. Ce scénario illustre le fait qu'une croissance un peu inférieure à la prévision gouvernementale mais dans la ligne des deux dernières années entraînerait un échec des deux objectifs pluriannuels, de déficit et de dette.

Le deuxième scénario, appelé « choc macroéconomique », illustre un scénario extrême de crise économique mondiale en 2025-2026, liée notamment à la matérialisation d'une guerre commerciale généralisée et d'un net accroissement des tensions géopolitiques. La croissance de l'activité économique serait nulle en 2025 et le PIB reculerait en volume de 1,0 % en 2026, avant un rebond (croissance en volume de 1,8 % en 2027, 1,6 % en 2028 et 1,4 % en 2029). Dans ce scénario, le ratio de dette publique augmenterait rapidement pour atteindre 123,2 points de PIB dès 2026 avec un déficit de 6,3 points, avant de ralentir pour atteindre 125,4 points de PIB en 2029 avec un déficit de 4,1 points.

Le troisième scénario, dit « absence d'effort global », suppose que les efforts budgétaires sous-jacents à la trajectoire du RAA 2025 seraient contrecarrés et annulés par la hausse d'autres dépenses (défense, climat, etc.), ce qui se traduirait par une évolution de la dépense primaire en volume similaire à la dynamique de l'avant-crise. Dans ce scénario, le ratio de dette publique augmenterait continûment pour atteindre 123,2 points de PIB en 2029, avec un déficit public qui resterait de 5,3 points à cet horizon. Ce scénario apparaît comme le plus dangereux, enclenchant une dérive cumulative par rapport à la trajectoire prévue dans le RAA : l'absence d'effort global serait à terme plus dangereuse pour les finances publiques, et ce de manière plus durable, qu'un choc macroéconomique tel que simulé par le deuxième scénario.

Enfin, deux « scénarios cumulés » conjuguent le scénario « absence d'effort global » avec respectivement (i) le scénario « croissance moindre » et (ii) le scénario « choc macroéconomique ». La pente de la trajectoire de dette publique est alors accrue, le ratio d'endettement atteignant dans le « scénario cumulé 1 + 3 » 127,0 points de PIB (avec un déficit public de 6,1 points) à l'horizon 2029, et dans le « scénario cumulé 2 + 3 » un ratio de dette de 131,4 points de PIB à l'horizon 2029 (avec un déficit public de 6,6 points de PIB) à cette même date.

Graphique n° 20 : scénarios d'évolution du déficit public (à gauche) et de la dette publique (à droite), en points de PIB



Source : RAA 2025, retraitements Cour des comptes

Tableau n° 23 : scénarios d'évolution du déficit public et de la dette publique, en points de PIB

	Déficit public			Dette publique		
	2025	2027	2029	2025	2027	2029
<i>RAA 2025</i>	5,4	4,1	2,8	116,4	118,3	117,4
<i>Scénario 1 « croissance moindre »</i>	5,5	4,6	3,6	116,7	119,9	121,1
<i>Scénario 2 « choc macroéconomique »</i>	5,8	5,6	4,1	117,6	124,5	125,4
<i>Scénario 3 « absence d'effort global »</i>	5,4	5,4	5,3	116,4	120,0	123,2
<i>Scénario « cumulé 1 + 3 »</i>	5,5	5,8	6,1	116,7	121,7	127,0
<i>Scénario « cumulé 2 + 3 »</i>	5,8	6,9	6,6	117,6	126,2	131,4

Source : RAA 2025, retraitements Cour des comptes

Ces scénarios, qui reproduisent des tendances ou des chocs enregistrés par le passé, illustrent de manière théorique les risques entourant une trajectoire dont les hypothèses macroéconomiques demeurent optimistes, mais surtout le risque que les efforts considérables qui la soutiennent ne se réalisent pas. En particulier, la progression continue du ratio de dette publique en l'absence d'effort global montre que l'immobilisme budgétaire n'est pas une option. L'impératif de soutenabilité des finances publiques dans leur ensemble, qui implique *a minima* de stabiliser rapidement le ratio de dette publique comme le montre le chapitre suivant, nécessite de crédibiliser d'urgence la trajectoire 2026-2029.

CONCLUSION

La diminution de 0,4 point de PIB du déficit prévue en 2025, qui placerait ce dernier encore 0,6 point au-dessus du niveau de 2022 et qui n'empêcherait pas une hausse de 3 points de PIB du ratio de dette publique, apparaît fragile. Les menaces sur la croissance sont réelles, en particulier dans le domaine international. Elles font peser un risque sur la prévision de prélèvements obligatoires, aggravé par des hypothèses moins prudentes que celles retenues en loi de finances initiale et par les incertitudes sur le rendement de certaines hausses d'impôt, notamment la contribution exceptionnelle sur les grandes entreprises. Parallèlement, les objectifs d'évolution des dépenses publiques, déjà globalement insuffisants pour permettre à eux seuls une réduction du déficit, ne paraissent pas acquis pour les collectivités locales, en l'absence de mécanisme réellement incitatif ou contraignant, ni pour les dépenses de santé comme en atteste l'avis récent du comité d'alerte de l'Ondam.

La perspective d'une réduction du déficit en 2025 demeure donc fragile. Elle repose en outre exclusivement sur des hausses importantes d'impôts dont près de la moitié est supposée temporaire, tandis que la relative maîtrise des dépenses de l'État repose sur des mesures de gestion et non sur de véritables réformes pérennes. Les efforts structurels d'économies ont donc une nouvelle fois été reportés et ne sont pas du tout précisés dans la trajectoire pluriannuelle pourtant très exigeante affichée en avril 2025.

Cette trajectoire, qui suppose un effort d'ajustement de près de 105 Md€ à l'horizon 2029 pour ramener le déficit sous 3 points de PIB et stabiliser puis légèrement inverser la trajectoire de dette publique, ne documente pas non plus la répartition de l'effort entre les recettes et les dépenses. Elle apparaît de ce fait particulièrement fragile, fragilité accrue par des hypothèses de croissance encore optimistes sur la période 2026-2029.

Les scénarios alternatifs quantifiés par la Cour en retenant des hypothèses macroéconomiques et de finances publiques davantage en ligne avec les tendances passées et les risques identifiés conduisent tous à une augmentation continue du ratio de dette publique sur la deuxième moitié de la décennie.

L'impératif de soutenabilité des finances publiques rend par conséquent urgent de crédibiliser la trajectoire de moyen terme annoncée par le Gouvernement par une stratégie précise de finances publiques, reposant en particulier sur l'identification d'économies importantes par rapport aux efforts produits dans le passé et préservant néanmoins le potentiel de croissance et la cohésion sociale.

Chapitre III

Un retour durable à des excédents

primaires nécessaire à

la soutenabilité de la dette publique

La soutenabilité de la dette publique – ou, par extension, des finances publiques – est souvent invoquée, y compris dans les travaux de la Cour, pour justifier la nécessité de réduire le déficit public et de maîtriser la trajectoire de l’endettement public.

Ce chapitre a pour objet de clarifier le concept de soutenabilité de la dette publique et les paramètres qui la conditionnent, notamment de nature financière (taux d’intérêt), macroéconomique (croissance du PIB) et de finances publiques (solde). Il présente les approches existantes pour apprécier cette soutenabilité ainsi que le rôle et le fonctionnement des marchés sur lesquels sont émis et s’échangent les titres de dette (I). Ce chapitre s’inscrit en outre dans la continuité des deux précédents pour illustrer, sur la base de la trajectoire pluriannuelle publiée par le Gouvernement en avril 2025, les risques sur la soutenabilité de la dette publique française à moyen-long terme et les conditions nécessaires pour garantir cette dernière (II).

I - La soutenabilité de la dette publique : contexte, concepts et mesure

La notion de soutenabilité de la dette publique fait référence à la capacité, pour la puissance publique, à honorer les obligations liées à son endettement à tout moment dans le futur. Ce concept est le plus souvent analysé dans un cadre intégrant données macroéconomiques et de finances publiques, sur lequel s'appuient en pratique les méthodes d'évaluation de la soutenabilité, comme par exemple celles de la Commission européenne pour la mise en œuvre des nouvelles règles du pacte de stabilité et de croissance.

A - Définitions et données sur la dette publique

1 - La dette publique « au sens de Maastricht »

La dette publique « au sens de Maastricht », selon la formule consacrée et qui sert de référence à la très grande majorité des statistiques et travaux de finances publiques, correspond à la dette *brute*, c'est-à-dire à l'encours des passifs des administrations publiques sans en retrancher les actifs. Elle est consolidée : les encours de dette d'une administration publique sur une autre ne sont pas pris en compte. Elle est en outre évaluée à sa valeur nominale, c'est-à-dire à la valeur de remboursement du capital, plutôt qu'à sa valeur de marché⁵⁷.

La dette publique au sens de Maastricht est aujourd'hui définie en référence à l'article 126 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) et c'est cette définition qui prévaut pour apprécier le respect par les États membres des règles budgétaires européennes. Elle est mesurée par l'Insee et notifiée deux fois par an à la Commission européenne, fin mars et fin septembre.

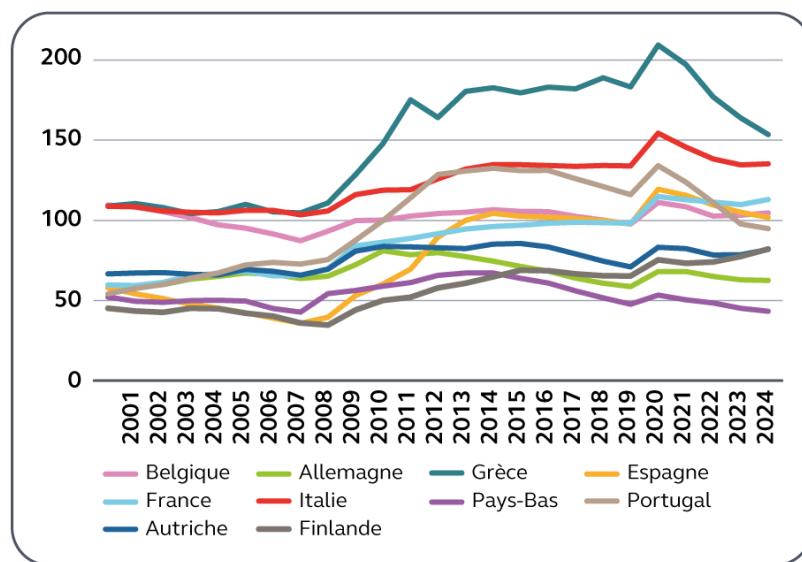
La dette publique de la France au sens de Maastricht s'est établie à 3 305 Md€ en 2024, soit 113,2 points de PIB. Elle a plus que triplé en valeur depuis 2000 (+ 276 %), date à laquelle elle s'élevait à 880 Md€, et a presque doublé en points de PIB, de 59,7 à 113,2 points sur la même période.

⁵⁷ En outre, la dette publique au sens de Maastricht ne comptabilise pas les produits financiers dérivés (dont il est difficile d'établir une valeur nominale), les intérêts courus non échus et les autres comptes à payer.

2 - L'évolution de la dette publique en zone euro

En comparaison européenne, la dette publique brute au sens de Maastricht – qui est désignée par souci de simplicité comme « dette publique » dans ce rapport – a progressé plus rapidement en France que dans l'ensemble des pays européens par rapport au début des années 2000. En effet, elle a augmenté de 53,3 points de PIB en France entre 2000 et 2024, contre -8,9 points aux Pays-Bas, -4,9 points en Belgique, +3,3 points en Allemagne, +15,2 points en Autriche, +26,6 points en Italie, +37,0 points en Finlande, +40,7 points au Portugal, +44,0 points en Espagne et +44,7 points en Grèce. Alors que la dette publique de la plupart des pays européens – y compris la France – a augmenté après la crise financière de 2008-2009 et après la crise sanitaire de 2020, la France se singularise (avec la Finlande, qui a toutefois une dette nettement inférieure) par l'absence d'ajustement à la baisse dans les années suivant ces crises.

Graphique n° 21 : évolution de la dette publique dans les principaux pays de la zone euro depuis 2000, (a) en points de PIB et (b) en points de PIB 2000=100



Source : Eurostat, retraitements Cour des comptes

En 2024, on peut distinguer quatre groupes de pays :

1. des États dont le ratio de dette publique par rapport au PIB est inférieur à 90 points : ce groupe comprend les Pays-Bas (43,3 points), l'Allemagne (62,5 points de PIB), l'Autriche (81,8 points) et la Finlande (82,1 points) ;
2. des États dont le ratio de dette publique est compris entre 90 et 110 points de PIB : ce groupe inclut le Portugal (94,9 points), l'Espagne (101,8 points) et la Belgique (104,7 points) ;
3. un seul État dont la dette publique est comprise entre 110 et 130 points de PIB : la France (113,0 points⁵⁸) ;
4. deux États dont la dette publique excède 130 points de PIB : l'Italie (135,3 points) et la Grèce (153,6 points), mais évolue à la baisse depuis la crise sanitaire.

La France, qui était jusqu'en 2023 située dans le deuxième groupe de pays, a nettement divergé en 2024 et l'écart avec l'Italie se réduit progressivement (de 35,7 points en 2019 à 22,3 points en 2024). Six ans auparavant, elle était au contraire à la limite basse de ce groupe de pays, avec une dette publique de 98,5 points de PIB en 2019, contre 99,8 points en Espagne, 100,0 points en Belgique et 121,1 points au Portugal. La France est ainsi le pays qui a le moins contenu sa dette publique depuis le déclenchement de la crise sanitaire. À l'opposé, le Portugal a mis en œuvre des efforts de consolidation de ses finances publiques très importants pour réduire son niveau de dette publique de plus de 20 points de PIB.

3 - La décomposition de la dette publique par sous-secteurs

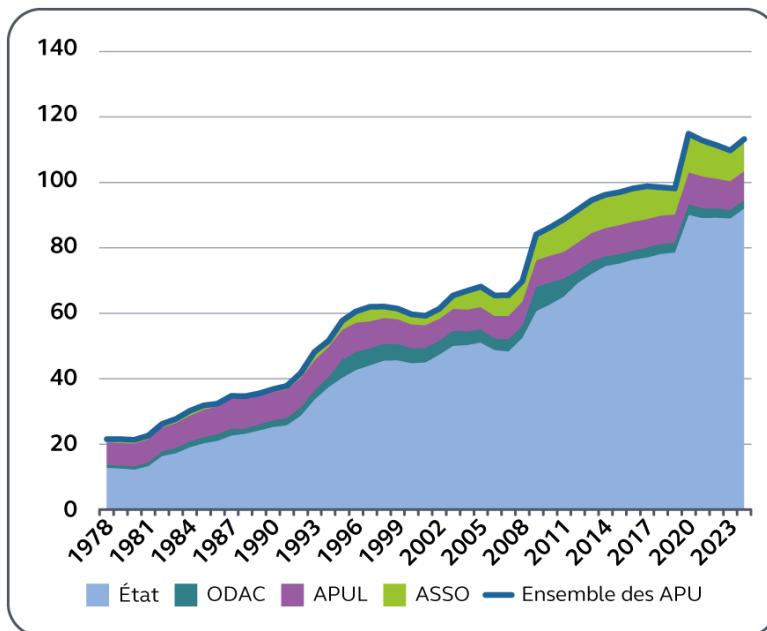
L'endettement public est majoritairement constitué de la dette de l'État, qui a porté l'essentiel de son augmentation depuis 1978 (début de la série statistique publiée par l'Insee). En 2024, les administrations centrales représentaient 83,4 % de la dette publique (81,3 % pour l'État et 2,1 % pour les organismes divers d'administrations centrales ou ODAC), les administrations de sécurité sociale (ASSO) 8,7 % et les administrations publiques locales (APUL) 8,0 %⁵⁹. La part des administrations centrales dans la dette publique est relativement stable. Les parts des ASSO et des APUL le sont également, après une diminution des premières et une augmentation des secondes au début des années 2000.

⁵⁸ Les données d'Eurostat n'ont pas encore été actualisées sur la base des comptes annuels (le ratio de dette français n'a donc pas été revu à 113,2 points).

⁵⁹ Cette décomposition est consolidée, c'est-à-dire que sont déduites des dettes de chaque sous-secteur les dettes contractées auprès d'autres administrations publiques.

S’agissant de l’État, l’essentiel de sa dette (2 757 Md€ en 2024) est composé de la dette négociable sur les marchés. Les ODAC n’étant pas autorisés à s’endetter sur une période excédant 12 mois, sauf exception prévue par la loi⁶⁰, leur dette consolidée (70 Md€ en 2024) est principalement composée de celle de SNCF Réseau (49 Md€ en 2023). La dette consolidée de l’ensemble des APUL s’élève à 262 Md€ en 2024, étant rappelé que les collectivités locales ne pouvant s’endetter pour abonder leur budget de fonctionnement et pour rembourser leurs emprunts, cette dette est exclusivement affectée aux dépenses d’investissement. La dette consolidée des ASSO atteint quant à elle 287 Md€. Elle se répartit entre la Caisse d’amortissement de la dette sociale (Cades) pour 150 Md€, l’Unedic pour 63 Md€, les hôpitaux publics pour 32 Md€ et l’Urssaf Caisse nationale (anciennement Acoss) pour 14 Md€ (chiffres 2023).

**Graphique n° 22 : évolution de la dette publique
par administration publique, en points de PIB**



Source : Insee

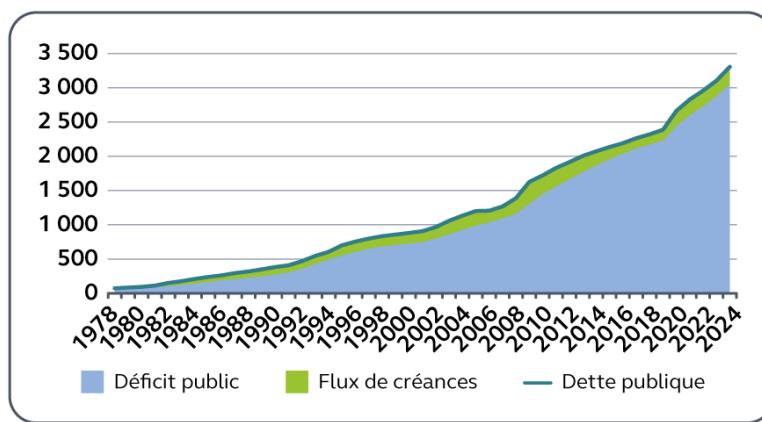
⁶⁰ Article 12 de la loi de programmation des finances publiques du 28 décembre 2010.

4 - Les facteurs d'augmentation de la dette publique

Le solde public constitue le principal facteur de l'évolution de la dette publique en valeur. L'augmentation en valeur de la dette publique peut toutefois différer du montant du déficit public. En effet, les administrations publiques peuvent limiter le recours à l'endettement public en mobilisant leur trésorerie ou en vendant certains actifs financiers comme des actions (à l'inverse, les acquisitions d'actifs augmentent le recours à l'endettement public, toutes choses égales par ailleurs). Ces opérations financières, appelées « flux de créances », n'affectent pas le solde public en comptabilité nationale mais contribuent à la dynamique de l'endettement public au sens de Maastricht.

En France, le solde public est négatif depuis 1975. Chaque année, ce déficit est financé par l'émission de nouveaux titres de dette (cf. *infra*), essentiellement des obligations assimilables du Trésor (OAT)⁶¹. Depuis cinquante ans, le déficit public de l'année vient ainsi accroître le « stock » de dette publique accumulé sous l'effet des déficits des années passées⁶². La dette publique française a en conséquence augmenté en valeur de 74,5 Md€ en 1978 à 3305 Md€ en 2024, l'accumulation des déficits publics expliquant 92 % de cette augmentation (2 976 Md€ sur une hausse de l'endettement de 3 231 Md€).

Graphique n° 23 : contributions à l'évolution de la dette publique au sens de Maastricht, en Md€ courants



Source : Insee

⁶¹ On parle d'obligations « assimilables » car elles peuvent être réémises avec certaines caractéristiques identiques (taux du coupon, maturité, etc.) à des dates ultérieures.

⁶² Le remboursement du capital emprunté est considéré, en comptabilité nationale, comme une opération financière et non comme une dépense publique (contrairement aux charges d'intérêts) et ne vient donc pas creuser le déficit public.

Cette progression continue de la dette publique en valeur ne constitue pas en soi un signal d'alerte. La hausse régulière de la valeur de l'endettement public doit être mise en regard de la capacité, pour les finances publiques, à « absorber » cette hausse, c'est-à-dire à faire face aux obligations héritées de l'endettement (paiement de la charge d'intérêts sur la dette publique, capacité à rembourser les titres venant à échéance et si besoin à réémettre sur les marchés de nouveaux titres en remplacement des titres remboursés). Or, cette capacité à honorer les engagements passés dépend de la capacité de l'économie à produire des richesses actuelles et futures. C'est pourquoi il est indispensable de compléter l'analyse de la dynamique de la dette publique, en considérant cette dernière non seulement en valeur mais également en points de PIB, ce qui amène à tenir également compte de la croissance économique (cf. *infra*).

B - Les conditions de la soutenabilité : une analyse du cas français

1 - Une définition du FMI riche d'enseignements

Selon le Fonds monétaire international (FMI), la dette publique est jugée soutenable lorsque, mesurée par rapport au PIB, elle peut être stabilisée à un coût raisonnable, y compris en cas de chocs macroéconomiques négatifs. Plus précisément, la dette est soutenable si « *l'atteinte du solde primaire [– c'est-à-dire le solde public en points de PIB hors charge d'intérêts sur la dette publique –] nécessaire à la stabilisation de la dette, à la fois sous un scénario central et des scénarios alternatifs réalisables, est réalisable économiquement et politiquement, de sorte que le niveau de dette soit cohérent avec un risque de refinancement⁶³ suffisamment faible et en préservant la croissance potentielle à un niveau satisfaisant* »⁶⁴. Trois leçons essentielles peuvent être tirées de cette définition.

D'abord, elle suggère qu'une dette publique est soutenable si elle n'augmente pas indéfiniment par rapport au PIB. Cela signifie que le ratio de dette publique doit *a minima* être stabilisé à un certain niveau, sans que le FMI n'identifie explicitement un seuil au-delà duquel la stabilisation deviendrait impossible. Ensuite, elle fait intervenir plusieurs variables clés affectant la trajectoire de la dette publique : le solde public et les charges

⁶³ Risque de devoir financer sa dette à un coût plus élevé qu'initialement voire risque d'une impossibilité de refinancement.

⁶⁴ « *Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries* », FMI, mai 2023 (traduction Cour des comptes).

d'intérêts (dont la différence est le solde primaire), la croissance potentielle et les risques macroéconomiques autour d'un scénario central réaliste. Enfin, elle précise que les ajustements nécessaires à la stabilisation du ratio de dette publique doivent être acceptables politiquement et ne pas peser durablement sur le potentiel de production du pays concerné. Il existe par conséquent un risque d'insoutenabilité d'une dette dont la maîtrise exigerait des mesures qui iraient à l'encontre des grands choix collectifs. La question de la soutenabilité excède alors celle de la solvabilité, qui intéresse davantage les investisseurs (cf. *infra*) et qui consiste à évaluer si les titres de dette seront bien remboursés à l'échéance, c'est-à-dire s'il n'y a pas de risque de défaut à l'horizon du titre de dette considéré.

2 - Une multiplicité d'approches de la soutenabilité dans un cadre économique et comptable réaliste

a) *L'analyse de la soutenabilité : d'une approche comptable à une approche économique*

La définition du FMI présentée ci-dessus renvoie d'abord à une interprétation budgétaire de la soutenabilité : la dette publique est soutenable si la puissance publique est capable d'honorer durablement ses engagements auprès de ses créanciers. Les économistes (cf. encadré ci-dessous), en enrichissant cette approche, désignent la soutenabilité de la dette publique par la capacité, pour l'État, à respecter sa « contrainte budgétaire intertemporelle ». Cela signifie que la dette publique est soutenable si la valeur actualisée – par le taux d'intérêt sur la dette publique – des soldes publics primaires (c'est-à-dire hors charges d'intérêts) pour les périodes futures est égale (ou supérieure) à la valeur actuelle de la dette publique. Il s'en déduit que lorsque l'État est endetté, son solde primaire doit obligatoirement devenir excédentaire à partir d'un moment dans le futur (cf. annexe pour une présentation détaillée).

L'analyse de la soutenabilité dans la littérature économique analytique

On peut distinguer dans la littérature deux principales approches pour l'analyse de la soutenabilité de la dette publique, toutes deux fondées sur la contrainte budgétaire intertemporelle (CBI) de l'État (des administrations publiques).

La première rassemble des travaux reposant sur des méthodes statistiques qui ont pour objectif d'identifier des conditions de la soutenabilité, comme l'absence de dérive durable ou de volatilité excessive de certains ratios de finances publiques par rapport au PIB, comme le solde primaire par exemple⁶⁵.

En contrepoint de ces approches statistiques, de nombreux travaux ont cherché à développer des approches plus structurelles. On peut en mentionner quatre.

Une première approche dite *tax gap*⁶⁶ vise à évaluer la hausse des prélèvements obligatoires nécessaire à l'atteinte du niveau de solde primaire permettant de stabiliser la dette publique.

Une deuxième approche tient explicitement compte d'une fonction de réaction de la politique budgétaire, qui peut engager des actions correctrices en cas de dérive persistante des finances publiques et agir ainsi comme une force de rappel. Elle a été complétée plus récemment par le concept de *fiscal fatigue*⁶⁷, qui traduit la difficulté à maintenir dans le temps les excédents primaires nécessaires à la stabilisation du ratio d'endettement public.

Une troisième approche appelée *fiscal limit* enrichit la perspective précédente en introduisant les effets distorsifs des impôts. Elle permet d'identifier un taux maximum théorique de prélèvements et, partant, un niveau maximum d'excédent primaire et donc de ratio de dette atteignable⁶⁸.

Une quatrième approche, identifiée par son paramètre central « $r - g$ » (soit l'écart entre le taux d'intérêt moyen sur la dette publique et le taux de croissance du PIB), analyse la possibilité de maintenir des niveaux d'endettement élevés sans requérir des ajustements budgétaires importants en pariant sur des taux d'intérêt durablement inférieurs à la croissance du PIB. Cette approche a été critiquée car il existe de nombreuses raisons pour lesquelles le taux d'intérêt réel peut excéder le taux de croissance, ce qui expose alors à un effet boule de neige particulièrement important en cas de niveau élevé d'endettement (cf. *infra*).

⁶⁵ Cf. notamment Hamilton, James D., et Marjorie A. Flavin. 1986. *On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing*, *American Economic Review* 76 (4): 808–819.

⁶⁶ Voir notamment Blanchard, Olivier J., J.-C. Chouraqui, R. Hagemann, N. Sartor. 1990. *La Soutenabilité de la Politique Budgétaire : Nouvelles Réponses à une Question Ancienne*, *Revue Économique de l'OCDE*.

⁶⁷ Cf. par exemple Checherita-Westphal, C., V. Ždárek. 2017. *Fiscal Reaction Function and Fiscal Fatigue: Evidence for the Euro Area*, ECB Working Paper.

⁶⁸ Cf. notamment Bi, Huixin. 2012. *Sovereign Default Risk Premia, Fiscal Limits, and Fiscal Policy*, *European Economic Review* 56 (3): 389–410.

Cette approche comptable en valeur peut être transposée en points de PIB, ce qui traduit mieux la capacité de la puissance publique à honorer ses engagements dans le futur. La condition de soutenabilité suppose alors que la valeur présente du ratio de dette publique soit égale à la somme actualisée⁶⁹ de l'ensemble des soldes primaires futurs exprimés en points de PIB (cf. annexe pour des calculs détaillés). De la même manière qu'en valeur, il s'en déduit que le solde primaire exprimé en points de PIB doit devenir excédentaire dans le futur.

Cette conclusion ne vaut toutefois que lorsque le taux d'intérêt nominal (r) « apparent » sur la dette publique⁷⁰ est supérieur au taux de croissance du PIB en valeur (g)⁷¹. Dans le cas contraire, la soutenabilité de la dette publique est compatible avec un déficit public primaire tant que l'effet « $r - g$ » reste négatif. Cela ne signifie cependant pas que n'importe quel niveau de déficit est possible : celui-ci est directement fonction de l'ampleur de l'écart « $r - g$ » et du niveau déjà atteint par la dette.

*b) La déplaisante arithmétique de la soutenabilité :
la notion de solde primaire stabilisant et l'écart $r - g$*

La condition de la soutenabilité de la dette publique est l'absence d'augmentation indéfinie de l'endettement public par rapport au PIB. Il est donc nécessaire d'identifier à quelles conditions le ratio de dette publique peut être stabilisé.

L'augmentation du ratio de dette publique sur une année donnée est (approximativement) égale au déficit primaire de l'année auquel s'ajoute un terme appelé « effet boule de neige » : celui-ci est le produit de l'écart $r - g$ et du ratio de dette publique de l'année précédente (cf. encadré). Cet effet boule de neige peut traduire une spirale à la hausse lorsque l'écart $r - g$ est positif : dans ce cas, les intérêts dus accroissent davantage le ratio de dette que la croissance ne permet de l'éroder (par un effet dénominateur), si bien que la dette augmente sous son propre poids et la stabilisation du ratio de dette publique nécessite alors en contrepartie l'accumulation d'excédents primaires. Dans le cas contraire, la croissance du PIB prédomine et peut permettre une stabilisation voire une diminution du ratio de dette publique, même en cas de déficit public primaire.

⁶⁹ La différence avec la condition de soutenabilité en valeur est que le taux d'actualisation n'est plus simplement le taux d'intérêt sur la dette r mais l'écart $r - g$ entre le taux d'intérêt nominal r sur la dette et le taux de croissance du PIB en valeur g .

⁷⁰ Le taux d'intérêt apparent sur la dette publique désigne le taux moyen acquitté une année donnée (en rapportant la charge d'intérêts de l'année à la dette accumulée en fin d'année précédente). Ce taux peut donc se distinguer des taux de marché. Par exemple, une hausse durable des taux de marché ne se répercute que progressivement sur le taux apparent, au fur et à mesure du refinancement des titres arrivés à échéance.

⁷¹ C'est-à-dire lorsque le taux d'actualisation $r - g$ est positif.

Le niveau de solde primaire (en points de PIB) qui permet de stabiliser le ratio de dette publique est alors précisément celui qui compense exactement l'effet boule de neige. Ce « solde primaire stabilisant la dette » correspond à un excédent d'autant plus important que le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance et que le ratio de dette est élevé.

La dynamique d'accumulation de la dette publique et l'écart $r - g$

L'évolution du ratio de dette publique (en points de PIB) entre les dates t et $t + 1$ est donnée par l'expression suivante, en négligeant les flux de créance (cf. annexe pour les calculs détaillés), en notant d le ratio de dette publique et sp le solde primaire exprimé en points de PIB :

$$d_{t+1} - d_t \approx (r - g) * d_t - sp_{t+1} \quad (1)$$

Les deux déterminants de l'évolution, une année donnée, du ratio de dette sont donc, d'une part, le solde primaire (en points de PIB) de l'année, qui contribue à diminuer l'endettement s'il s'agit d'un excédent et à l'augmenter s'il s'agit d'un déficit ; et, d'autre part, le terme $(r - g) * d_t$.

Ce dernier terme est appelé « effet boule de neige ». Lorsque le taux d'intérêt moyen sur la dette publique excède le taux de croissance en valeur de l'économie, un excédent primaire suffisamment élevé est alors nécessaire pour stabiliser la dette publique. Si, au contraire, l'excédent primaire est insuffisant ou, pire, si les administrations publiques accusent un déficit primaire, un effet « boule de neige » s'enclenche : le ratio d'endettement augmente, ce qui accroît l'effet boule de neige $(r - g) * d_t$ l'année suivante (à r et g inchangés), par la hausse des charges d'intérêts qui excède celle du PIB. Cette spirale requiert un excédent primaire de plus en plus important pour enrayer la progression du ratio d'endettement public.

On déduit de l'équation (1) l'expression du solde primaire sp^* permettant de stabiliser la dette publique (à un niveau d^*) :

$$sp^* = (r - g) * d^*$$

Cette équation signifie que le niveau de solde primaire permettant (à taux d'intérêt et taux de croissance donnés) de stabiliser le ratio de dette est celui qui contrebalance exactement l'effet « boule de neige ».

c) La critique de la vision optimiste d'un taux d'intérêt durablement inférieur au taux de croissance

Cette analyse débouche potentiellement sur une observation accommodante : si le taux d'intérêt attaché à la dette est inférieur au taux de croissance, il n'est pas nécessaire d'enregistrer un excédent primaire pour stabiliser la dette. Le différentiel entre taux d'intérêt et taux de

croissance « fait le travail » de stabilisation voire de diminution du ratio d’endettement. Le déficit primaire permettant de stabiliser le ratio de dette est en outre d’autant plus élevé – et par conséquent « facile » à atteindre – que (i) le taux de croissance est supérieur au taux d’intérêt, (ii) que le ratio de dette est lui-même élevé. Cette lecture doit toutefois être tempérée pour deux raisons.

D’une part, cette équation du déficit primaire stabilisant peut laisser croire que, en cas de taux d’intérêt apparent inférieur au taux de croissance, le ratio de dette publique peut atteindre un niveau arbitrairement haut avant de se stabiliser. Or, le taux d’intérêt n’est pas indépendant de la situation d’endettement d’un pays et du jugement des investisseurs sur la soutenabilité de sa dette. Plus l’endettement public est élevé, plus les marchés anticiperont des difficultés futures à refinancer la dette publique et exigeront une prime de risque qui poussera à la hausse le taux d’intérêt (cf. *infra*), même si la littérature académique n’est pas parvenue à identifier un seuil précis à partir duquel un ratio d’endettement public ne serait pas soutenable en soi, comme le montre par exemple la persistance d’un niveau très élevé d’endettement au Japon.

D’autre part, le taux de croissance de l’économie peut à un moment dans le futur repasser sous le taux d’intérêt, que ce soit précisément sous l’effet d’une hausse de la prime de risque ou d’un choc macroéconomique comme la crise financière de 2008-2009 ou la crise sanitaire, ou bien, de manière plus durable, sous l’effet de l’erosion tendancielle des gains de productivité (même si cela devrait à terme également affecter les taux d’intérêt à la baisse s’il s’agit d’une tendance mondiale). Plus mécaniquement, la répercussion progressive des taux d’intérêt de marché élevés actuels dans le taux moyen apparent devrait conduire à moyen terme celui-ci à dépasser à nouveau le taux de croissance (cf. *infra*).

Dans cette éventualité, l’équation se renverse de manière critique. Le niveau élevé d’endettement, qui autorisait une stabilisation du ratio de dette malgré un déficit primaire important, nécessite au contraire brutalement, lorsque r devient supérieur à g , de dégager un excédent primaire, relevant très fortement l’effort budgétaire et fiscal à réaliser pour stabiliser la dette. Une stratégie de finances publiques conduisant à accumuler des déficits primaires et une dette publique élevés en misant sur une croissance supérieure au taux d’intérêt expose donc le pays concerné à une forte instabilité de la dynamique de l’endettement en cas de changement de signe de $r - g$, qui n’est pas directement pilotable par les banques centrales (sauf par rachats massifs de titres de dette publique, qui dépendent d’une décision discrétionnaire de l’autorité monétaire), et au risque de devoir mettre en œuvre des ajustements brutaux et douloureux.

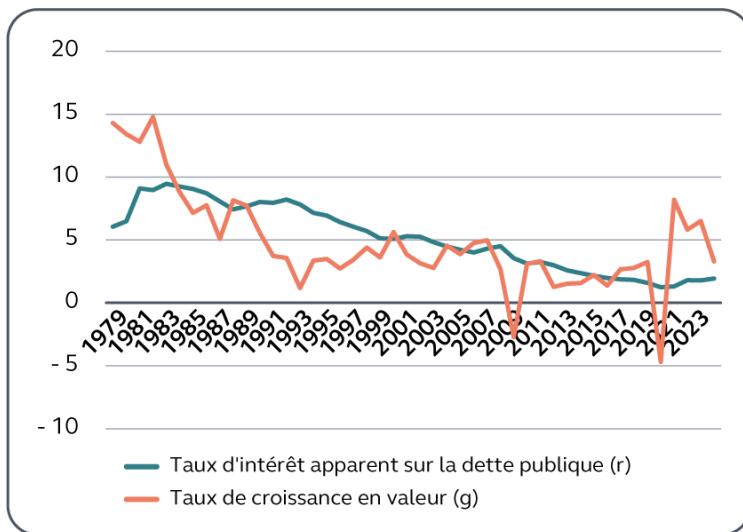
3 - Une application au cas français : de la nécessité d'anticiper un retour de l'écart $r - g$ à une valeur positive

Historiquement, en France, le taux de croissance du PIB en valeur a régulièrement excédé le taux d'intérêt apparent sur la dette publique, ce qui contribue à expliquer que celle-ci n'ait pas « explosé » malgré la constance d'un déficit primaire depuis plus de vingt ans. En particulier, la politique accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) menée à partir de 2012 a ouvert une période de taux bas sur les marchés – qui se sont progressivement répercus sur le taux apparent au fur à mesure des refinancements. Cette période s'est achevée avec la crise inflationniste des années 2022-2023.

À l'inverse, on enregistre plusieurs périodes au cours desquelles l'écart $r - g$ a été positif. En particulier, l'ensemble de la décennie 1990-1999 a été marquée par un taux d'intérêt supérieur au taux de croissance, de même que, entre autres, les périodes 1985-1987, 2001-2003, 2008-2009, 2012-2014 ainsi qu'en 2020 où le PIB a chuté brutalement sous l'effet de la crise sanitaire. Ces périodes n'ont ainsi rien d'exceptionnel et rien ne garantit à l'avenir que l'écart $r - g$ sera durablement négatif, en particulier dans un contexte d'érosion de la croissance potentielle. Le repli de l'inflation en 2024 a déjà conduit à un resserrement important de l'écart et la trajectoire du plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) français publié en octobre 2024 prévoit un retour de l'écart $r - g$ à une valeur positive en 2029.

Ainsi, l'accent mis par certains économistes, pendant la période de taux bas qui a suivi la crise des dettes souveraines de la zone euro, sur la pérennité de la relation $r < g$ et le relâchement de la contrainte budgétaire apparaît rétrospectivement peu prudent, dans un contexte de croissance économique durablement faible, de repli de l'inflation et d'une hausse progressive du taux d'intérêt apparent sur la dette sous l'effet du refinancement progressif de l'encours à des taux plus élevés.

Graphique n° 24 : taux d'intérêt apparent sur la dette publique (r) et du taux de croissance du PIB en valeur (g), en %



Source : Insee, retraitements Cour des comptes

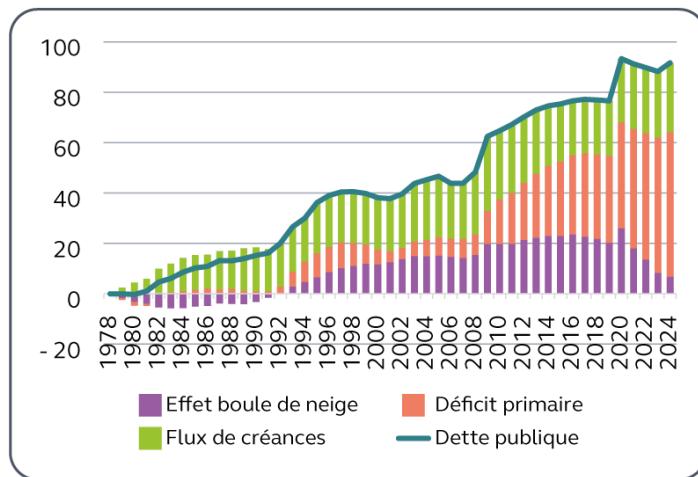
L’interprétation du solde public primaire stabilisant la dette doit par conséquent être renversée. Ce n’est pas l’éventualité d’un niveau de taux d’intérêt durablement inférieur au taux de croissance qui permet de relâcher les ajustements budgétaires et fiscaux nécessaires à la stabilisation du ratio de dette. Au contraire, en cas de ratio d’endettement élevé, la priorité est de procéder à des ajustements budgétaires et fiscaux importants pour se prémunir contre les conséquences d’un passage du taux de croissance en-dessous du taux d’intérêt. Pour illustrer ce renversement de perspective, on peut par exemple reproduire pour la France les contributions respectives, dans la dynamique de l’endettement public, de l’effet boule de neige et du solde primaire (le résidu correspondant aux flux de créances).

Le ratio de dette publique était de 21,6 points de PIB en France en 1978⁷². En 2024, il a atteint 113,2 points de PIB, soit une augmentation de 91,6 points sur la période. Au début de la période, au cours des années 1980, la hausse de l’endettement public est essentiellement imputable à des flux de créances importants (contribution de + 17,4 points de PIB entre 1978 et 1990) correspondant à une hausse des prises de participations de l’État dans l’économie. Parallèlement, les à-coups du solde primaire n’ont

⁷² Les comptes nationaux ne permettent pas de remonter plus loin pour les statistiques d’endettement public.

contribué à la hausse de l'endettement qu'à hauteur de 1,0 point de PIB. Jouant en sens inverse, le taux d'intérêt a été en moyenne inférieur au taux de croissance sur la période 1978-1990, l'effet boule de neige contribuant ainsi à diminuer l'endettement public de 3,2 points de PIB. Au total, la dette publique a enregistré une progression de 15,2 points de PIB sur la période 1978-1990.

Graphique n° 25 : décomposition des facteurs d'évolution du ratio de dette publique français par rapport à 1978, en points de PIB

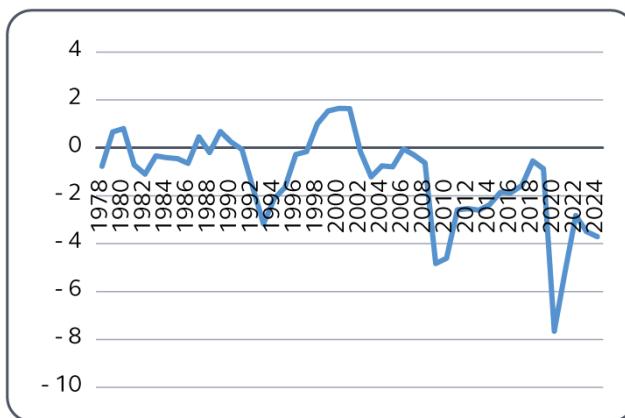


Source : Insee, retraitements Cour des comptes

À partir du début des années 1990, deux phénomènes concomitants expliquent la hausse rapide du ratio d'endettement public. D'une part, l'écart $r - g$ s'est inversé à partir de la 2^e moitié des années 1980, conduisant à un effet boule de neige à la hausse sur le ratio de dette. D'autre part, la France a commencé à accumuler des déficits primaires à partir de 1991, de manière quasiment ininterrompue (à l'exception des années 1997-2000). La contribution de l'effet boule de neige à la hausse du ratio de dette a varié, en fonction des fluctuations de l'écart $r - g$, avec un premier pic au moment de la récession de 2009 et un deuxième au moment de celle de 2020, avant de refluer ensuite, sous l'effet de la forte croissance du PIB en valeur au dénominateur (rebond post-Covid puis crise inflationniste). Au total, sur l'ensemble de la période, l'effet boule de neige a poussé à la hausse le ratio d'endettement public, mais n'a eu *in fine* qu'une contribution modeste à la dynamique de la dette enregistrée depuis 1978, à hauteur de 8,8 points de PIB. Cette situation aurait justifié d'enregistrer des excédents primaires, afin de stabiliser la dette en points de PIB.

C'est au contraire l'accumulation de déficits primaires qui a été le déterminant principal de la hausse de près de 92 points du PIB du ratio d'endettement entre 1978 et 2024, avec une contribution de 57,4 points de PIB. Cette contribution n'était « que » de 34,5 points de PIB en 2019 : elle a augmenté de 23 points au cours des cinq dernières années et explique donc entièrement la hausse du ratio d'endettement public depuis le déclenchement de la crise sanitaire, dans un contexte où l'atténuation de l'effet boule de neige tendait au contraire à diminuer le ratio de dette.

Graphique n° 26 : solde primaire français, en points de PIB



Source : Insee, retraitements Cour des comptes

C - La mesure de la soutenabilité par la Commission européenne et les agences de notation

Le cadre analytique présenté ci-dessus permet de construire des scénarios d'évolution du ratio de dette publique en fonction de paramètres essentiels (taux d'intérêts, taux de croissance, déficit primaire). C'est précisément l'approche que retient la Commission européenne dans le cadre des nouvelles règles budgétaires.

1 - Une approche « normative » de la soutenabilité au cœur des nouvelles règles budgétaires européennes

Les nouvelles règles budgétaires européennes reposent sur le respect d'une trajectoire de dépenses publiques primaires nettes (présentée dans les PSMT et actualisée dans les RAA, cf. chapitre II). Cette trajectoire est déterminée à l'aide d'une analyse de la soutenabilité de la dette par la

Commission, appelée *Debt sustainability analysis* (DSA), qui évalue les conditions d'une diminution durable du ratio de dette publique à partir d'un horizon de 4 à 7 ans. Cette analyse, qui repose sur un scénario macroéconomique central et des hypothèses sur les finances publiques, est complétée par des tests de robustesse (ou *stress tests*) comportant des hypothèses moins favorables (cf. annexe). La Commission utilise cette approche *DSA* en deux temps, d'abord pour identifier et proposer une trajectoire à chaque État membre, ensuite pour évaluer la soutenabilité de la trajectoire que chacun d'eux propose dans son plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT).

Le point de départ des trajectoires soumises par les États membres dans leur PSMT peut toutefois être l'objet de révisions significatives. Par exemple, pour la France, la trajectoire de dette publique présentée dans le RAA publié en avril 2025 s'écarte de celle présentée en octobre 2024 dans le PSMT, avec un niveau de dette publique supérieur de 1,5 point de PIB à l'horizon 2029. Or, cet écart est du même ordre de grandeur que l'impact au bout de quelques années des scénarios alternatifs appliqués par la Commission. L'approche *DSA* est ainsi, de manière inévitable, sensible à des dégradations successives des points de départs – notamment en cas d'efforts d'ajustements budgétaires et fiscaux moindres que prévus ou en cas de conditions macroéconomiques moins favorables qu'anticipé.

2 - Une seconde approche de la Commission européenne : une mesure de la soutenabilité à politique inchangée

Parallèlement à son approche « normative » pour l'application des nouvelles règles budgétaires, la Commission européenne publie également chaque année au mois de mars une analyse de la soutenabilité de la dette publique des États membres – cette fois à politique inchangée. Cette publication, appelée *Debt sustainability monitor* (DSM⁷³, cf. annexe), évalue les risques de soutenabilité indépendamment des trajectoires sur lesquelles les États membres se sont engagés dans leur PSMT et propose un tableau d'alerte en distinguant court, moyen et long terme, ces échéances étant associées à un niveau de risque « bas », « moyen » ou « élevé ».

⁷³ Cf. *Debt sustainability monitor 2024*, Commission européenne, mars 2025.

L'analyse de court terme est réalisée sur la base des prévisions à deux ans de la Commission, publiées au mois de novembre de l'année précédente. Elle est synthétisée par un indicateur S0, qui tient compte de variables de finances publiques mais aussi de variables financières et macroéconomiques. L'indicateur S0 constitue ainsi un indicateur avancé pour détecter des risques susceptibles de survenir l'année suivante. L'analyse de moyen terme est nourrie par l'approche *DSA*, mais à politique inchangée. Autour de ce scénario sont effectués des *stress-tests* sur la trajectoire de dette publique sur la base d'hypothèses moins favorables. Enfin, la Commission européenne évalue le risque de soutenabilité à long terme à travers deux indicateurs, S1 et S2. L'indicateur S1 mesure l'effort d'ajustement nécessaire pour ramener le ratio de dette publique au seuil de 60 points de PIB à l'horizon 2070 et l'indicateur S2 l'effort nécessaire pour stabiliser le ratio de dette publique, quel qu'en soit le niveau.

La dernière édition du DSM, publiée en mars 2025, détermine pour la France un niveau de risque de soutenabilité bas à court terme (indicateur S0), élevé à moyen terme (*DSA*) et moyen à long terme (indicateurs S1 et S2). Le risque élevé à moyen terme résulte essentiellement du niveau de dette publique très élevé à politique inchangée (142 points de PIB à horizon 2035) et *a fortiori* dans les scénarios alternatifs moins favorables. Le risque jugé plus faible à long terme provient du fait que le coût du vieillissement devrait être légèrement moins important en France en 2070 qu'actuellement contrairement à la plupart des autres États membres.

3 - L'approche des agences de notation : une analyse de la soutenabilité de la dette parmi un nombre important de variables

Les agences de notation sont des entreprises privées dont l'activité principale consiste à évaluer la capacité des émetteurs de dette (entreprises, États, collectivités locales) à faire face à leurs engagements financiers, cette évaluation prenant en général la forme d'une note synthétique au sein d'une échelle de notation. Comme les investisseurs, leur attention se porte de manière privilégiée sur la solvabilité des émetteurs de dette (cf. *infra*), c'est-à-dire sur leur capacité à honorer leurs engagements financiers et non sur leur santé économique d'ensemble.

Chaque agence de notation – les trois principales étant *Moody's Investor Service (Moody's)*, *Fitch Ratings (Fitch)* et *Standard & Poor's (S&P)* – a développé une grille d'analyse propre permettant d'aboutir à sa notation. Ces analyses comportent une partie quantitative et une partie qualitative et sont conduites sur la base de données publiques, auxquelles

viennent s'ajouter des échanges avec les administrations compétentes et les cabinets ministériels. Les méthodologies appliquées sont en grande partie publiques. Les publications présentent le détail des notes ainsi que les scores sous-jacents. Les agences actualisent leur notation des dettes souveraines tous les six mois. Elles doivent publier leurs révisions à des dates fixes, selon un calendrier annoncé à l'avance pour éviter tout effet de surprise pour les marchés.

L'analyse de la soutenabilité dans les méthodologies de deux agences de notation

L'agence Fitch analyse 18 indicateurs, répartis en quatre piliers (*Structural Features* 53,7 % ; *Macro Performance*, 9,9 % ; *Public Finances* 18,8 % ; *External Finances* 17,6 %). Les pondérations respectives de chacun de ces indicateurs sont très variables, le plus important étant l'indicateur institutionnel (22 %) qui est composite⁷⁴. Au sein du pilier « finances publiques », le poids de la dette publique dans le PIB est le plus important (9 %) suivi de la charge d'intérêt (4,6 %) et du déficit public (2,1 %). Fitch établit ses propres prévisions de finances publiques, qui peuvent différer des projections officielles fournies par le gouvernement.. Un ajustement est aussi réalisé notamment pour tenir compte d'éléments plus qualitatifs. L'analyse de la soutenabilité de la dette par Fitch inclut un modèle développé par l'agence, appelé *Debt Dynamics Model* (DDM). Ce modèle projette le montant et le niveau de la dette sur un horizon de cinq ans, en tenant compte de la trajectoire récente de la dette du pays et d'hypothèses relatives au solde primaire des administrations publiques, aux paiements des intérêts, au déflateur du PIB, à la croissance réelle du PIB, au taux de change et aux ajustements flux-stock.

L'approche développée par *Standard & Poors* repose également sur une analyse quantitative corrigée par des éléments qualitatifs. Elle est structurée en cinq piliers : institutionnel ; économique ; extérieur ; budgétaire et enfin monétaire. Un ajustement qualitatif est appliqué pour aboutir à une notation de la dette du pays concerné. Les données relatives à la dette sont présentes en partie dans le pilier institutionnel, mais elles jouent principalement sur le pilier budgétaire (« *fiscal assessment* »). La soutenabilité de la dette est mesurée par quatre indicateurs⁷⁵ qui prennent notamment en compte le poids et la structure de la dette publique.

⁷⁴ Il mesure notamment les concepts suivants : *Rule of Law; government's effectiveness; corruption; Voice & accountability; regulatory quality; political stability.*

⁷⁵ *Fiscal flexibility; Long-term fiscal trends and vulnerabilities; Debt structure and funding access; Potential risks associated with contingent liabilities.*

Les indicateurs liés aux finances publiques, dont le poids de la dette et sa soutenabilité, font donc partie des critères les plus importants dans la notation de la solvabilité d'un État, mais ne représentent pas plus de 20 % de la notation totale. C'est ce qui contribue à expliquer que la France, malgré des finances publiques parmi les plus dégradées de la zone euro, ait conservé un haut niveau de notation, bien que celui-ci s'infléchisse depuis 2011. Ces indicateurs de finances publiques sont néanmoins essentiels dans l'exercice de notation, car ils découlent très directement des décisions politiques et constituent un des leviers d'action du gouvernement sur sa notation et sur la perception des marchés.

D - Une dette qui trouve des acquéreurs sans difficulté, mais à un taux de plus en plus élevé

La soutenabilité de la dette française n'est pas une notion directement exploitée par les acteurs du marché de la dette pour orienter leurs décisions d'investissement. Ceux-ci sont en premier lieu intéressés par la solvabilité de l'État français, c'est-à-dire sa capacité à rembourser le capital de sa dette et les intérêts associés aux échéances prévues, même si la situation des finances publiques, le poids de la charge d'intérêt et sa dynamique sont des indicateurs suivis avec attention. La confiance des acteurs de marché dans cette solvabilité se reflète dans les taux d'intérêt attachés à chacun des titres émis, qui varient pour un émetteur donné en fonction des types et des maturités des produits, et des conditions de marché au moment où ils sont souscrits.

1 - Les acheteurs de dette française réalisent des arbitrages rendement/risque compatibles avec leurs objectifs financiers et leurs obligations réglementaires

Le taux d'intérêt reflète la rémunération attendue par les investisseurs pour prêter à la France mais aussi le risque associé au remboursement effectif du capital engagé. Les taux longs permettent de mesurer la confiance dans la solvabilité de l'État car ils intègrent les anticipations sur les taux courts futurs, les primes de terme et les primes de risque – les taux d'emprunt à court terme dépendant plus directement de la politique monétaire. L'appréciation de la solvabilité de la dette française par les acteurs de marché peut s'interpréter en observant les variations de taux sur moyenne ou longue période et, en relatif, par comparaison avec des titres similaires issus d'autres pays.

a) L'attractivité d'une dette peut se mesurer par les taux d'intérêt pratiqués et le profil des investisseurs

Le marché de la dette française est organisé autour de deux niveaux : le marché primaire, sur lequel les titres sont émis pour la première fois, et le marché secondaire, sur lequel ils s'échangent entre investisseurs. L'Agence France Trésor (AFT) est chargée de gérer la dette et la trésorerie de l'État ; elle organise les adjudications de titres (obligations à moyen-long terme comme les OAT, ou à court terme comme les bons du Trésor à taux fixe - BTF) sur le marché primaire. Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), des banques sélectionnées, jouent un rôle central : ils participent aux adjudications et assurent la liquidité sur le marché secondaire, qui permet de garantir la liquidité des titres et d'assurer une formation efficiente des prix⁷⁶.

Les principales variables exogènes au marché de la dette, qui ont un impact direct sur le taux d'intérêt de marché, sont les taux d'intérêt directeurs de la banque centrale, la croissance et l'inflation. Le taux d'intérêt de marché évolue en permanence et résulte d'une multitude de facteurs influençant les décisions des acteurs de marché, qui sont essentiellement à la recherche du meilleur couple rendement/risque pour le placement de leurs produits financiers et d'une diversification du risque et de la maturité des actifs qu'ils achètent. Sur moyenne période, la courbe des taux d'intérêt de marché sur l'OAT à 10 ans, qui a baissé jusqu'à atteindre des taux négatifs au tournant des années 2020 avant de remonter à la suite de la crise inflationniste, montre une bonne attractivité de la dette française mais a principalement reflété les à-coups de la politique monétaire.

Graphique n° 27 : évolution du taux d'intérêt de l'OAT à 10 ans entre 1994 et 2025



Source : données de marché

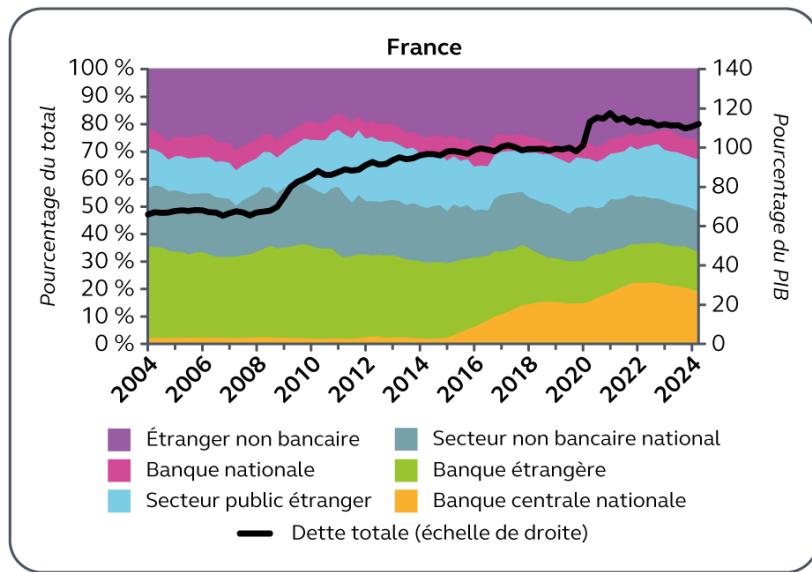
⁷⁶ Cf. Cour des comptes, *La gestion de la dette publique et l'efficience du financement de l'État par l'Agence France Trésor*, 2022.

L'autre indicateur d'attractivité de la dette française mis en avant par l'AFT est le profil des acheteurs. Bien que la détention domestique soit considérée comme sûre et prévisible, un profil de détention fortement internationalisé est considéré par l'AFT comme un atout car il permet une diversification des investisseurs potentiels, permettant à l'État de se financer à moindre coût⁷⁷. Le financement par des investisseurs de long terme (sociétés d'assurances et banques) est par ailleurs privilégié à celui par des acteurs plus spéculatifs, tels les *hedge funds*. Au quatrième trimestre 2024, la part des investisseurs non-résidents dans les détenteurs de titres de dette française s'établissait à 54,6 % (contre 48,8 % fin 2023), confirmant l'attractivité de la dette française au plan international.

En sens inverse, privilégier la détention domestique ou nationale suppose que les investisseurs nationaux soient en capacité d'absorber la totalité de la dette française et que leurs intérêts soient alignés sur ceux de l'État-débiteur. Cela repose aussi sur l'hypothèse que les investisseurs nationaux acceptent de concentrer leur épargne uniquement sur les obligations souveraines (obligations plutôt qu'actions, françaises plutôt qu'étrangères) sans y être contraints ou sans hausse significative de la rémunération qui leur est servie.

⁷⁷ D'autres pays, comme l'Italie ou le Japon, voient leur dette faire l'objet d'une plus grande détention domestique. Cette situation peut présenter l'avantage d'une plus grande stabilité mais présente des inconvénients en termes de coût de financement, d'exposition à des risques de crises bancaires-dettes souveraines, ainsi que d'éviction des entreprises du bénéfice d'un financement par l'épargne nationale.

Graphique n° 28 : répartition de la dette publique française par détenteur entre 2004 et 2024



Source : FMI, Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies

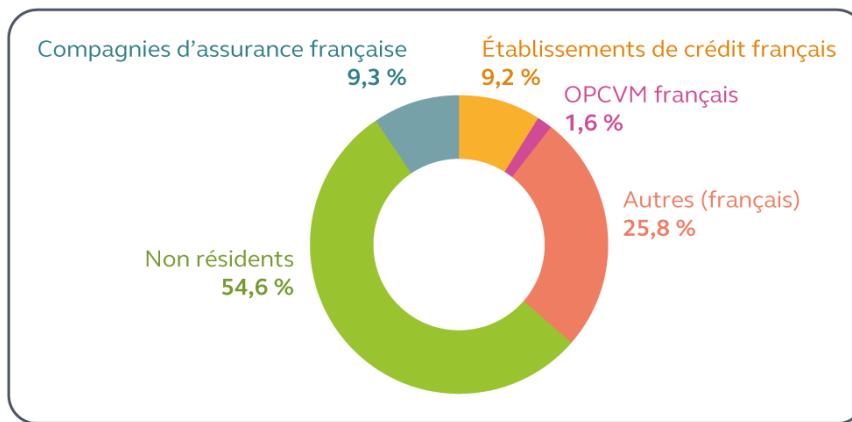
b) Les investisseurs en dette française réalisent des arbitrages en fonction de leurs modèles d'affaires

Le marché de la dette souveraine est un marché concurrentiel, international et influencé par les réglementations applicables aux principaux secteurs emprunteurs. Les principaux détenteurs de la dette française sont les assureurs et les banques et dans une moindre mesure les fonds d'investissement (ou *hedge funds*). Ces acteurs ont un horizon d'investissement qui varie du court (fonds d'investissement) au long terme (compagnies d'assurance) et ils trouvent dans les produits de dette française des investissements d'une grande diversité en termes de maturité. Pour l'ensemble de ses détenteurs, la dette française est un produit financier qui doit répondre aux attentes propres à chaque secteur, notamment en termes de rémunération, de longévité et d'arbitrage risques/bénéfice.

Les assureurs français détenaient plus de 200 Md€ de dette française fin 2024. Cette demande répond d'abord à un besoin économique : les assureurs ont besoin de disposer dans leur portefeuille d'actifs à maturité longue et les moins risqués possible. Seuls les États dont les dettes sont considérées comme sûres sont capables d'offrir une visibilité pouvant aller jusqu'à 30 voire 50 ans. Ces entreprises ont par ailleurs besoin d'une liquidité leur permettant de solder leur position facilement (lorsqu'un

contrat arrive à échéance ou est liquidé par l'investisseur final), elle aussi permise par la dette souveraine française. Le recours à la dette publique libellée en euros par les compagnies d'assurance européennes est en outre encouragé par les normes prudentielles applicables au secteur assurantiel⁷⁸.

Graphique n° 29 : détention des titres de la dette négociable de l'État par groupe de porteurs au quatrième trimestre 2024



Source : Banque de France (*bulletin mensuel de l'Agence France Trésor*)

Le secteur bancaire est le second détenteur le plus important de dette française. Les banques françaises détenaient fin 2023 180 Md€ de titres de dette négociable. Les raisons économiques qui expliquent ce choix sont sensiblement les mêmes que pour les assureurs. Le cadre réglementaire bancaire émis par le comité de Bâle est également favorable à la détention de dette française, mais plus exigeant que celui applicable aux assurances : seules les dettes de qualité au moins « AA » ou « haute qualité » sont pondérées à un risque nul dans les calculs de risque et les ratios prudentiels. En deçà, les dettes publiques de qualité A+ à A- sont pondérées à 20 %, ce qui renchérit le coût du capital associé à ces titres. La France se situe encore dans cette fourchette de qualité « AA » : une nouvelle dégradation la ferait basculer dans la catégorie des dettes de qualité moyenne supérieure.

⁷⁸ Le cadre actuel « Solvabilité II » impose aux assureurs de maintenir un certain niveau de fonds propres en fonction du risque de leurs actifs. Les dettes publiques libellées en euros bénéficient d'une exemption des exigences de capital pour risque de crédit.

Tableau n° 24 : notation des pays de la zone euro au 23 juin 2025

Pays	Standard & Poor's	Fitch	Moody's
Pays-Bas	AAA	AAA	Aaa
Luxembourg	AAA	AAA	Aaa
Allemagne	AAA	AAA	Aaa
Finlande	AA+	AA+	Aa1
Autriche	AA+	AA	Aa1
Irlande	AA	AA	Aa3
Belgique	AA	A+	Aa3
France	AA-	AA-	Aa3
Slovénie	AA-	A+	A3
Estonie	A+	A+	A1
Slovaquie	A+	A-	A3
Lituanie	A	A	A2
Espagne	A	A-	Baa1
Lettonie	A-	A-	A2
Portugal	A-	A-	A3
Malte	A-	A+	A2
Chypre	A-	A-	A3
Croatie	A-	A-	A3
Italie	BBB+	BBB+	Baa3
Grèce	BBB	BBB-	Baa3

Source : agences de notation (les pays sont classés en fonction de leur notation par S&P)

Quant aux non-résidents, ils détiennent une très large majorité des titres de maturité courte (BTF) et un peu plus de la moitié des OAT classiques. L'activité économique des acteurs non-résidents n'est pas identifiée et suivie de façon détaillée par la Banque de France et l'AFT. Les investisseurs européens représentent la moitié des détenteurs non-résidents de dette publique française.

Tableau n° 25 : détention des titres de dette négociable par type de produit au quatrième trimestre 2024

	Résidents	Non-résidents
OAT	48,3 %	51,7 %
OAT€i	67,9 %	32,1 %
OATi	82,8 %	17,2 %
BTF	13,5 %	86,5 %

Source : Agence France trésor (bulletin mensuel de l'Agence France Trésor)

NB : les OAT désignent les titres les plus courants, à taux d'intérêt fixe. Les OATi voient leur taux d'intérêt indexé sur l'inflation en France tandis que le taux des OATi€ est indexé sur l'inflation en zone euro.

Par ailleurs, le lien entre la nationalité de la dette et celle de l'investisseur est un critère présent dans les décisions de ces investisseurs (notamment dans les secteurs banque et assurance), mais de second ordre. Il ne répond pas à une demande de la part des détenteurs finaux (particuliers et entreprises) contrairement par exemple au caractère durable des actions, mais il peut être un gage de sécurité supplémentaire : en cas de crise grave sur le marché de la dette publique, ces investisseurs font l'hypothèse qu'ils seront davantage « protégés » par leur pays d'appartenance.

2 - Des fondamentaux du marché de la dette française solides, malgré des signaux récents plus négatifs sur les marchés

Depuis deux siècles, la France n'a jamais fait défaut lors du remboursement de sa dette⁷⁹. Elle est donc considérée comme un débiteur sûr par les investisseurs et les agences de notation. De surcroît, elle appartient à une zone monétaire dont les autorités ont fait preuve de réactivité et de solidarité en période de crise. Ces éléments contribuent à la confiance des marchés et cette appréciation se traduit par des taux d'intérêt bas, peu volatils sur moyenne période et proches de pays comparables.

a) Un marché de la dette française qui dispose de forts atouts

Outre l'absence de défaut à l'époque contemporaine, le marché de la dette française présente plusieurs points forts qui rassurent les acteurs de marchés.

Un premier point fortement apprécié par les investisseurs est la liquidité du marché de la dette française⁸⁰. En effet, plus un marché est liquide, et plus il est facile, rapide et peu coûteux pour les investisseurs d'y réaliser des transactions. La France occupe une place importante dans le marché de la dette du fait de l'importance des volumes émis et cette place joue, jusqu'à un certain point, un rôle positif sur la perception qu'ont les marchés de la dette française⁸¹.

⁷⁹ Le dernier défaut de paiement de la France a eu lieu en 1797, lors de la « Banqueroute des Deux-Tiers ».

⁸⁰ L'enquête de l'AFT confirme le caractère crucial de ce critère pour les investisseurs. Ils sont 92,9 % à juger la liquidité comme « très importante » parmi leurs attentes à l'égard d'un émetteur souverain tel que la France.

⁸¹ En 2021, la France était le cinquième pays émetteur de titres de dette souveraine comme non souveraine, derrière les États-Unis (39 % du total mondial), le Japon et la Chine (13 %). Sa part dans le total mondial (5 %) était légèrement inférieure à celle du Royaume-Uni mais supérieure à celle de l'Allemagne (4 %). Elle était le premier émetteur de la zone euro. Sa part dans la dette mondiale est supérieure à sa part dans le PIB mondial.

Un second point fort de la dette française repose sur la qualité de son marché. L'AFT propose un nombre élevé de produits, aux maturités différentes, dont les taux évoluent avec la longévité. La qualité de la gestion du marché primaire par l'AFT a été récemment relevée par la Cour⁸².

Enfin, sur la période récente, le marché de la dette française a fortement bénéficié de l'appartenance de la France à la zone euro : lors des deux crises les plus récentes (crise de 2008-2012 et crise sanitaire), la BCE a démontré sa détermination à intervenir pour soutenir les économies des pays membres.

b) Une dégradation de la note française depuis plus de 10 ans

Les publications des agences de notation en matière de dette souveraine constituent des événements scrutés avec attention. La France reste, pour les trois principales agences de notation, un pays dont la dette publique est de bonne qualité. Néanmoins, la note de la France est en dégradation continue depuis la perte du triple A en 2011, par paliers très progressifs.

La dégradation des finances publiques est la cause principale mise en avant pour expliquer chacune de ces évolutions, comme en attestent les plus récentes. Le 31 mai 2024, l'agence S&P a dégradé la note de la France d'un cran, après avoir actualisé ses projections sur le déficit public et le niveau d'endettement à fin 2024⁸³. Au deuxième semestre 2024, l'agence a choisi de maintenir sa notation, même si le déficit 2024 a été encore plus élevé que ce que S&P avait prévu en mai 2024, mais le 28 février 2025, celle-ci a révisé la perspective de la note AA- de stable à négative, signalant une inquiétude accrue sur la trajectoire budgétaire.

⁸² Cour des comptes, « La gestion de la dette publique et l'efficience du financement de l'État par l'Agence France Trésor », 2022.

⁸³ Constatant que le déficit 2023 avait été plus élevé que prévu, que cette situation allait dégrader le déficit 2024, et que la capacité de la France à redresser ses finances publiques était historiquement faible, l'agence soulignait que le ratio de dette sur PIB allait dépasser les 110 % à horizon 2027, pour s'établir au 3^{ème} rang de la zone euro derrière la Grèce et l'Italie.

Tableau n° 26 : notation de la France par les trois principales agences de notation entre 2014 et 2025 (en rouge les évolutions)

Année	Moody's	S&P	Fitch
2014	Aa1 (stable)	AA (négatif)	AA (stable)
2015	Aa1 (stable)	AA (négatif)	AA (stable)
2016	Aa2 (stable)	AA (stable)	AA (stable)
2017	Aa2 (stable)	AA (stable)	AA (stable)
2018	Aa2 (stable)	AA (stable)	AA (stable)
2019	Aa2 (stable)	AA (stable)	AA (stable)
2020	Aa2 (stable)	AA (stable)	AA (négatif)
2021	Aa2 (stable)	AA (stable)	AA (négatif)
2022	Aa2 (stable)	AA (négatif)	AA (négatif)
2023	Aa2 (stable)	AA (stable)	AA- (stable)
2024	Aa3	AA- (stable)	AA- (négatif)
2025	Aa3	AA- (négative)	AA- (négatif)

Source : Agences de notation et données de marché

Lecture : les changements de notation sont indiqués en rouge.

Le 11 octobre 2024, l'agence Fitch a maintenu sa notation à AA- mais elle a, elle aussi, basculé la perspective de stable à négative. Cette indication donne une orientation pour les prochaines échéances de notation, mais ne signifie pas que la note sera automatiquement dégradée à court terme. Les causes mises en avant sont directement liées à la dégradation des finances publiques et du contexte institutionnel. L'agence a également noté que, dans son modèle quantitatif, le profil de la France est temporairement passé un cran en-dessous de sa note actuelle (A+ contre une note de AA-).

Le 25 octobre 2024, l'agence Moody's a pareillement choisi de maintenir la notation AA2 en passant sa perspective de stable à négative, puis a abaissé la note de AA2 à AA3 le 13 décembre suivant. Les causes mises en avant étaient principalement la dégradation des finances publiques, en lien avec la situation politique et institutionnelle, et, dans une moindre mesure, la persistance de facteurs structurels pesant sur la croissance. L'agence a également rappelé que si la dette française n'était pas menacée par des risques de liquidité, sa charge augmentait dans des proportions supérieures aux pays comparables.

c) Sur période récente, de nouveaux signaux d'alerte

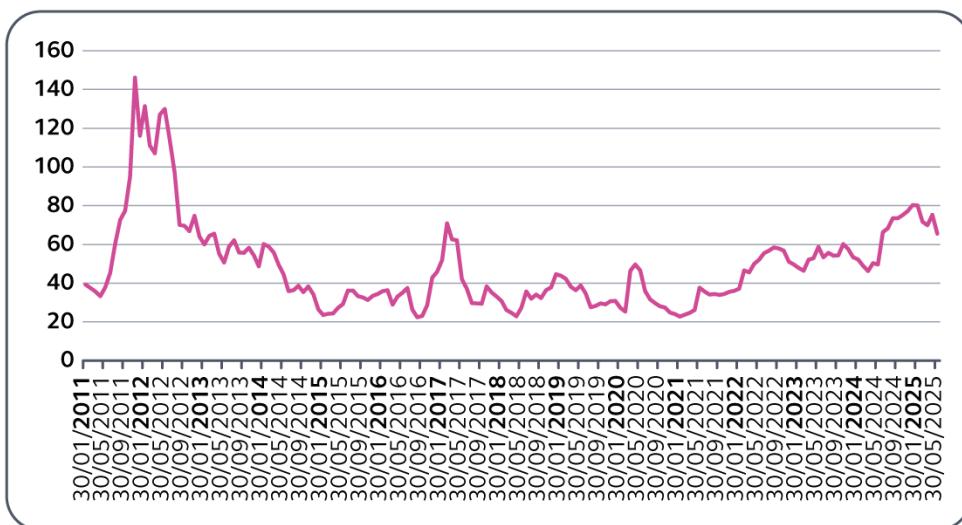
La remontée des taux français a commencé dès l'année 2022, soit plus d'un an avant que les agences de notation ne modifient la note de la dette française. Cette remontée des taux s'explique par la hausse des taux directeurs courts de la BCE et l'inflation importante constatée sur la même période. Les modifications de la notation française ont pu avoir un effet sur le comportement des acheteurs, mais beaucoup moins fort et direct que ces deux fondamentaux du marché.

Graphique n° 30 : évolution du taux d'intérêt de l'OAT à 10 ans entre 2019 et 2025



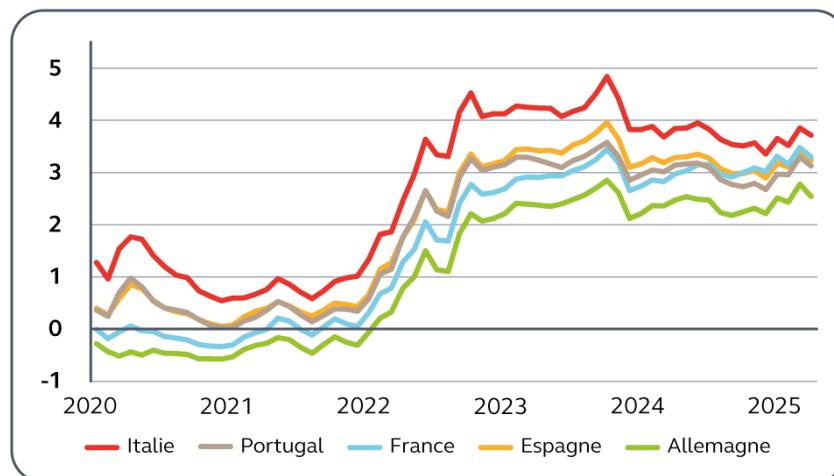
Source : données de marché

Si la demande de dette française reste forte, comme en témoigne la stabilité des ratios de couverture (qui désigne le rapport entre la demande de titres des investisseurs et les montants mis en adjudication par l'AFT) lors des adjudications intervenues depuis deux ans, l'analyse des écarts de taux (*spreads*) montre une dégradation relative de la perception de la qualité de la signature française : l'écart de taux avec l'Allemagne (sur la base du taux de l'OAT à 10 ans comparé au taux de son équivalent allemand, le *Bund*) est remonté depuis novembre 2024 à un niveau inédit depuis 2012.

Graphique n° 31 : évolution du spread OAT-Bund entre 2011 et 2025

Source : données de marché

Depuis septembre 2024, la France emprunte à des taux supérieurs à ceux de l'Espagne et du Portugal, dont les dettes sont pourtant moins bien notées que la sienne. Le *spread* avec la Grèce et l'Italie s'est nettement réduit du fait d'une augmentation de la prime de risque demandée par les investisseurs sur les titres français.

Graphique n° 32 : taux OAT 10 ans entre 2020 et 2025 de plusieurs pays européens

Source : données de marché

II - Le retour à un excédent primaire, condition nécessaire de la soutenabilité

Dans le débat public, la soutenabilité de la dette publique est souvent associée aux attentes des marchés, à la notation des agences spécialisées, à l'évolution des taux d'intérêt ou encore aux risques de crises de défiance. Ces éléments sont importants, comme il est exposé ci-dessus, mais ils ne doivent pas occulter le rôle central joué par la politique budgétaire et fiscale. Dans le cas de la France, dont la dynamique de la dette résulte avant tout de l'accumulation de déficits primaires plutôt que des évolutions de marché, c'est la stratégie de finances publiques qui est au cœur de l'équation de soutenabilité et qu'il est indispensable de réorienter pour prévenir une croissance incontrôlée de la dette et de sa charge.

A - La stratégie de finances publiques au cœur de la soutenabilité de la dette

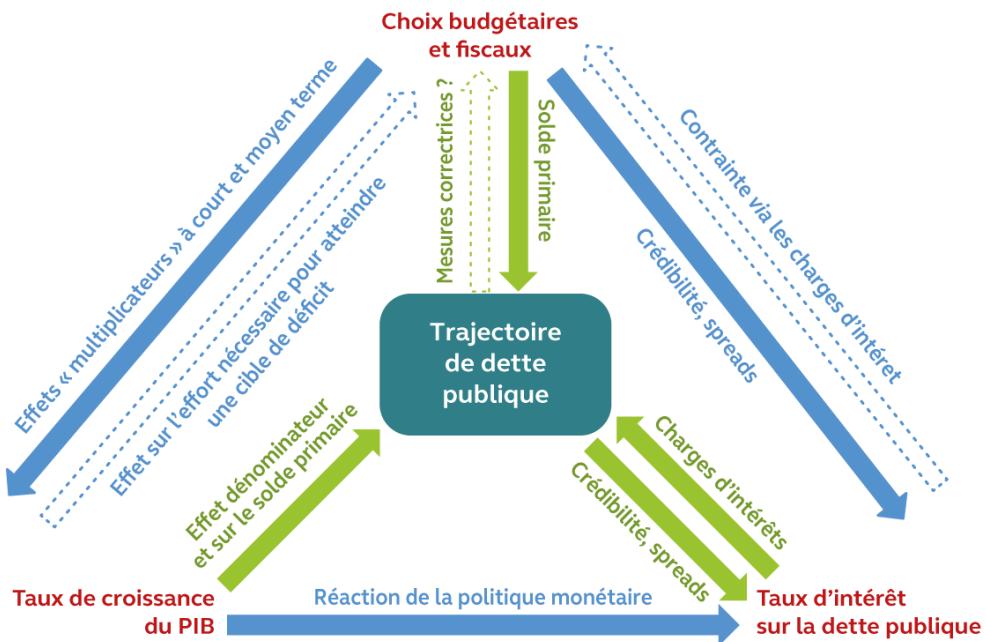
1 - D'un triangle à l'autre : les choix budgétaires et fiscaux au cœur de la soutenabilité de la dette publique

Le cadre analytique présenté précédemment explicite les termes de l'équation de la soutenabilité des finances publiques en France. Ce cadre pourrait suggérer une indépendance des trois paramètres que sont le taux d'intérêt, le taux de croissance et le solde primaire. En réalité, tous trois sont interdépendants.

On peut en effet représenter schématiquement le jeu de contraintes et de dépendances autour de la soutenabilité par un triangle dont les trois sommets sont le taux de croissance du PIB, les choix budgétaires et fiscaux et les taux d'intérêt sur les titres de dette publique. Le premier sommet désigne le dynamisme de l'activité économique (croissance en volume) mais également la croissance du PIB en valeur, qui tient donc compte de l'évolution des prix. Le deuxième correspond aux choix du Gouvernement, c'est-à-dire à la stratégie de finances publiques : ampleur et nature des économies en dépenses, mesures nouvelles de prélèvements obligatoires, etc. Le troisième reflète les conditions de financement de la dette sur les marchés et les anticipations de ces derniers.

Ces trois sommets entretiennent en outre une variété de liens de dépendances, dont on peut mentionner les principaux, en distinguant les relations « mécaniques » ou hors de contrôle du Gouvernement, et les contraintes et « forces de rappel » qui dépendent de réactions aux décisions du Gouvernement et ne se concrétisent donc pas aussi automatiquement.

Schéma n° 1 : le triangle d'interdépendances de la dynamique de la dette publique



Lecture : Les flèches bleues représentent les interdépendances entre les différents sommets du triangle. Les flèches vertes désignent les interactions entre chaque sommet et la trajectoire de dette publique. Les flèches en traits pleins se rapportent à des interactions « automatiques », alors que l'ampleur des interactions désignées par les flèches en pointillés dépend de décisions discrétionnaires de la puissance publique.

Source : Cour des comptes

La dynamique de la dette publique est déterminée par ces trois sommets. Celle-ci évoluant en fonction du solde primaire et de l'effet boule de neige, la trajectoire de dette dépend (i) du taux croissance par un effet « dénominateur » sur le ratio de dette publique, (ii) du taux d'intérêt *via* l'effet « boule de neige »⁸⁴, (iii) de la stratégie de finances publiques qui détermine le solde public primaire.

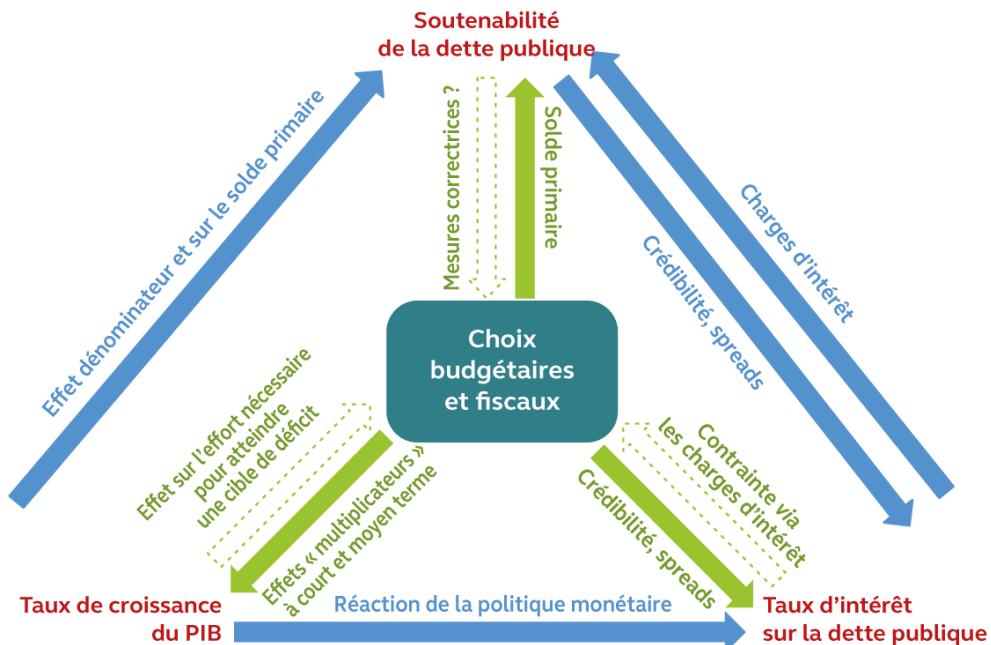
Pour être soutenable, la trajectoire de dette doit alors s'inscrire à l'intérieur d'un « triangle d'interdépendances », dans lequel la stratégie de finances publiques, le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB conduisent à une évolution non-explosive, c'est-à-dire à une stabilisation ou une décrue du ratio d'endettement à moyen terme.

La question centrale de ce jeu d'interdépendances est matérialisée, sous une forme interrogative, par la flèche verte en pointillé dans le schéma : une trajectoire alarmante du ratio d'endettement public – par exemple sans perspective proche de stabilisation à politique inchangée et sous des hypothèses macroéconomiques réalistes – déclenche-t-elle des mesures correctrices budgétaires et fiscales permettant de stabiliser à court échéance le ratio d'endettement et d'éviter des réactions de défiance sur les marchés qui rendraient les ajustements futurs encore plus importants ? Cette question en appelle immédiatement une autre, elle aussi au cœur du « triangle d'interdépendances » : l'ajustement peut-il être effectué sans compromettre significativement les perspectives de croissance à court terme mais aussi à moyen long terme ?

La perspective peut alors être déplacée. Ce sont précisément les choix budgétaires et fiscaux qui doivent s'inscrire au cœur d'un triangle de compatibilité dont les sommets sont le taux de croissance, le taux d'intérêt sur la dette publique et, à présent, la soutenabilité de la dette publique. Lorsque des risques de dérive de l'endettement public apparaissent, il s'agit alors non seulement de procéder aux ajustements budgétaires et fiscaux (c'est-à-dire à l'amélioration du solde primaire) permettant de stabiliser la dette publique toutes choses égales par ailleurs, mais également de veiller à ce que ces ajustements ne compromettent pas le potentiel de croissance de l'économie.

⁸⁴ Une hausse du taux d'intérêt augmente la charge d'intérêts, ce qui contribue à augmenter la dette publique, ce qui augmente la charge d'intérêts à taux constant, ce qui pousse à nouveau la dette publique à la hausse etc..

Schéma n° 2 : le triangle de compatibilité de la soutenabilité



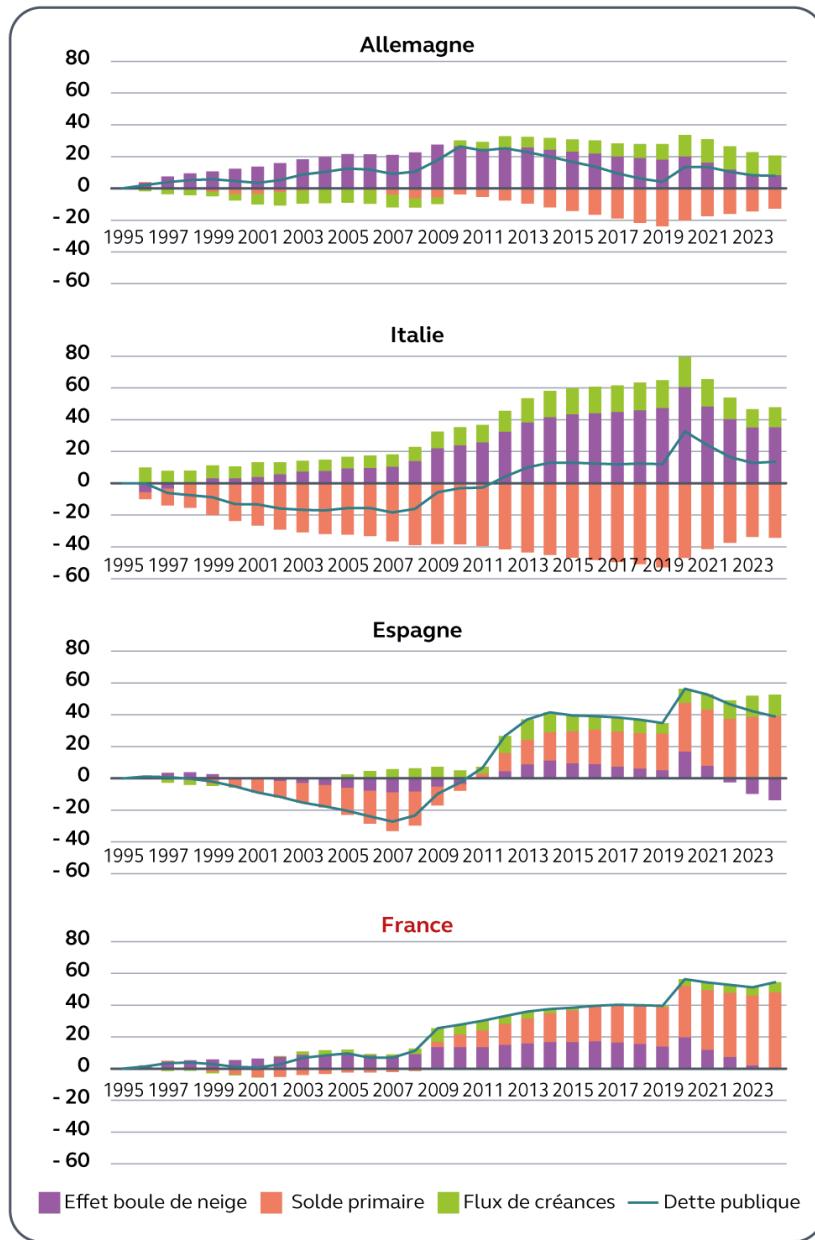
Lecture : Les flèches bleues représentent les interdépendances entre les différents sommets du triangle. Les flèches vertes désignent les interactions entre chaque sommet et les choix budgétaires et fiscaux. Les flèches en traits pleins se rapportent à des interactions « automatiques », alors que l'ampleur des interactions désignées par les flèches en pointillés dépend de décisions discrétionnaires de la puissance publique.

Source : Cour des comptes

2 - Une stratégie de finances publiques qui n'a pas contribué à la soutenabilité de la dette publique en France

L'analyse de la contribution des trois paramètres clés identifiés ci-dessus (taux d'intérêt, croissance, stratégie de finances publiques) à la dynamique de la dette dans les quatre grands pays de la zone euro illustre la variété des réponses à l'enjeu de sa soutenabilité.

Graphique n° 33 : contributions à l'évolution du ratio de dette dans les quatre principaux pays de la zone euro par rapport à son niveau de 1995, en points de PIB



Source : Eurostat, comptes nationaux, retraitements Cour des comptes

Plusieurs différences sont en effet notables entre les quatre pays. D'abord, si tous ont enregistré une hausse de leur ratio de dette publique entre 1995 et 2024, les ratios allemands et italiens affichent une progression contenue sur la période (respectivement + 7,9 et + 13,5 points de PIB), alors que le ratio espagnol progresse de 38,9 points, la France affichant la plus forte augmentation (+ 54,4 points de PIB). C'est l'évolution du solde primaire qui constitue le principal facteur explicatif de ces différences : l'Allemagne et l'Italie ont enregistré à plusieurs reprises des excédents primaires sur la période, permettant de compenser un effet boule neige très défavorable dans le cas de l'Italie. À l'inverse, l'Espagne et la France ont vu leur solde primaire se dégrader tendanciellement au cours des années 2000, la France affichant un déficit primaire depuis 2002. L'Espagne, contrairement à la France, est parvenue à réduire significativement son déficit primaire depuis la crise sanitaire (- 7,0 points contre - 3,9 points pour la France) et l'effet boule de neige y a été moins défavorable (voire favorable) depuis quelques années.

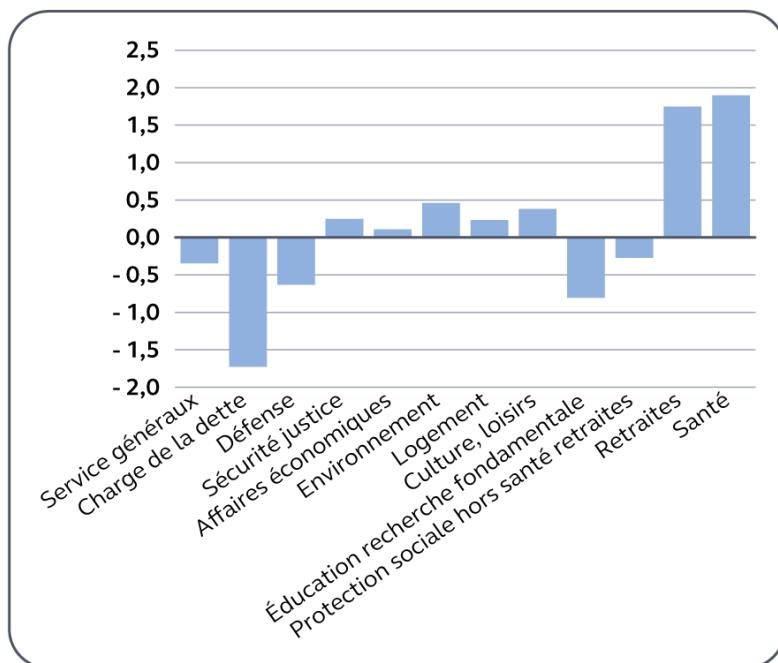
Au total, plusieurs stratégies de finances publiques transparaissent à travers ces quatre exemples sur la période 1995-2024, marquée entre autres par les deux grands chocs macroéconomiques de la crise financière (2009) et de la crise sanitaire (2020) :

- l'Allemagne a enregistré en moyenne un léger excédent primaire jusqu'à la crise financière, dans un contexte où la faiblesse de la croissance par rapport au taux d'intérêt poussait l'endettement à la hausse, puis a choisi d'accumuler des excédents primaires de 2 points de PIB en moyenne au cours des années 2010 qui lui ont permis de retrouver en 2019 son niveau d'endettement de 1995 et de disposer de marges de manœuvre face à la crise sanitaire ;
- l'Italie, sous la contrainte d'un effet boule de neige très défavorable lié d'une part à une croissance durablement faible par rapport aux autres pays européens, d'autre part à un niveau d'endettement déjà très élevé en 1995, a adopté une stratégie d'excédents primaires importants (3 points de PIB jusqu'en 2008, 1,6 point en moyenne entre 2011 et 2019), qui a permis de contenir la progression du ratio de dette publique ;
- l'Espagne a bénéficié d'une croissance élevée avant la crise financière, période pendant laquelle elle a choisi d'accumuler des excédents primaires (de 1,6 point de PIB en moyenne annuelle). La crise financière a marqué un ajustement brutal et entraîné des déficits primaires importants (plus de 8 points en moyenne entre 2009 et 2012) qui ont propulsé son ratio de dette à des niveaux élevés en peu d'années. Elle a ensuite déployé une stratégie de réduction du déficit primaire, y compris après la crise sanitaire, sans toutefois renouer avec des excédents ;
- le profil de la France est plus régulier, marqué par une dégradation continue du solde primaire, depuis une période d'excédent de 0,9 point en moyenne sur 1996-2001, à un déficit moyen de 0,6 point sur 2002-2008, de 1,9 point sur 2011-2019 et de 3,4 points depuis 2022. La croissance n'ayant pas été suffisamment élevée par rapport

au taux d'intérêt pour exercer un effet à la baisse, la hausse de près de 60 points de PIB du ratio de dette enregistrée depuis 1995 s'explique par l'accumulation croissante de déficits primaires, sans force de rappel significative pour infléchir la dynamique de l'endettement.

La hausse de l'endettement en France n'est par ailleurs pas la contrepartie d'une hausse des dépenses publiques d'investissement ou visant à préparer l'avenir, notamment en matière d'éducation et de recherche, et dont des dividendes seraient à attendre à moyen terme en termes de croissance potentielle : d'une part, la croissance économique a eu tendance non à s'accroître mais au contraire à s'éroder au cours de la période ; d'autre part, une analyse de l'évolution de la dépense publique par fonction au cours des trente dernières années montre que celle-ci a été tirée par les dépenses liées au vieillissement, les dépenses de santé et de retraites contribuant respectivement à hauteur de 1,9 et 1,7 point de PIB à la dynamique de la dépense sur la période 1995-2023 (dernière année disponible), alors que les dépenses d'éducation et de recherche fondamentale ont reculé de 0,8 point. Les charges d'intérêts ont connu quant à elles une diminution de 1,7 point de PIB en raison de la forte baisse du taux d'intérêt apparent sur la période .

**Graphique n° 34 : évolution de la dépense publique par fonction
1995-2023, en points de PIB**



Source : Insee, comptes nationaux, retraitements Cour des comptes

La hausse tendancielle du ratio de dette publique en France n'a pas suscité de stratégie durable et résolue pour résorber le déficit primaire et revenir en excédent. Cette situation contraste avec les choix réalisés en Allemagne et en Italie, et, dans une moindre mesure, en Espagne.

B - Une équation qui peut brutalement se compliquer

Un pays dont les administrations publiques sont lourdement endettées est exposé à un effet « boule de neige » lorsque le taux d'intérêt apparent excède le taux de croissance. Il faut alors emprunter davantage pour s'acquitter des charges d'intérêts, en plus des émissions de titres nécessaires au refinancement de la dette et à la couverture du déficit primaire. Cette situation peut s'aggraver brutalement en cas de défiance sur le marché de la dette et de hausse des *spreads*. Plusieurs exemples d'emballement des taux d'intérêt conduisant à des crises de la dette se sont produits sur la période récente (cf. encadré), même si une partie d'entre eux ne sont pas transposables à la France ou ont une faible probabilité d'occurrence.

Exemples récents de crises de la dette publique

Des crises de confiance surviennent régulièrement sur le marché de la dette, qui se traduisent par une forte augmentation du taux d'intérêt voire, dans le pire des cas, par une incapacité ponctuelle pour l'État à placer ses titres de dette. L'analyse de plusieurs crises intervenues depuis le début des années 2000 témoigne de causes variées et de réponses de diverses natures :

- la zone euro a connu une crise des dettes souveraines de 2010 à 2012. Dans un contexte de crise globale de liquidité à partir de 2008, la crise grecque a été provoquée par la révélation de finances publiques très dégradées. Elle s'est diffusée à d'autres pays européens jugés fragiles, notamment l'Irlande (2010), puis le Portugal (2011), Chypre, l'Italie et l'Espagne (2012). Les institutions européennes ont mis en place, d'abord dans l'urgence puis de façon pérenne, des mécanismes destinés à rassurer les marchés sur la solvabilité des pays concernés et la pérennité de la zone monétaire ;
- la crise de la dette irlandaise en 2008-2010, en sus de la contagion de la crise grecque, était liée à l'éclatement d'une bulle immobilière qui a conduit à une forte intervention de l'État irlandais pour soutenir les banques nationales. Le soutien des institutions financières internationales à l'Irlande a pris la forme d'un prêt exceptionnel de 85 Md€ ;

- la crise de la dette turque en 2018 a été provoquée par une dépréciation de la lire turque, elle-même causée par une balance des paiements lourdement déficitaire et des tensions politiques et commerciales avec les États-Unis. En conséquence, la dette contractée en monnaie étrangère a vu sa valeur et son coût fortement augmenter. La crise a été jugulée par une intervention de la banque centrale, qui a relevé ses taux directeurs et utilisé ses réserves de change pour soutenir la lire et par le soutien sous forme de prêts et d'investissements de plusieurs pays, dont la Chine, le Qatar et la Russie ;
- la crise de la dette britannique en septembre 2022 a pour origine l'annonce d'un « mini budget » jugé risqué et peu crédible par les marchés. Le prix des obligations anglaises (les *Gilts*) a rapidement chuté et provoqué une crise de liquidité liée aux spécificités de fonctionnement des fonds de pensions anglais, qui s'appuient sur des stratégies de « *liability-driven investment* » (LDI), où des actifs à long terme comme les *Gilts* sont utilisés pour garantir les obligations de long terme envers les retraités. Ces fonds ont dû vendre rapidement des actifs pour compenser la chute des prix des obligations britanniques. La démission du gouvernement de Liz Truss et le retrait du mini budget ont mis un terme à la hausse des taux, mais ceux-ci se sont maintenus à un niveau élevé depuis cette crise, illustrant l'adage selon lequel la confiance se perd brutalement et ne se regagne que lentement.

Enfin, les mouvements de spéculation ne sont pas absents du marché de la dette, et peuvent contribuer à en accroître la volatilité. Le renforcement des règles relatives aux *credit default swap* (CDS) depuis la crise financière de 2008, et en Europe, la directive *EMIR* (*European Market Infrastructure Regulation*) ont néanmoins contribué à améliorer la transparence du marché des dettes souveraines.

L'impact de tensions brutales sur le taux d'intérêt peut être illustré, dans le cas français, en reprenant les hypothèses macroéconomiques « croissance moindre » des scénarios de la fin de la partie II, c'est-à-dire une croissance en volume de 0,5 % en 2025 puis de 1,0 % sur les années suivantes. À des fins purement illustratives, la Cour a simulé l'impact du maintien d'un déficit primaire à son niveau de 2024, soit 3,7 points de PIB, avec la prévision de taux d'intérêt à long terme figurant dans le PSMT (de 3,7 % à partir de 2026). Le taux d'intérêt apparent sur la dette deviendrait supérieur au taux de croissance nominal dès 2029, date à laquelle l'effet boule de neige accélère la hausse du ratio de dette, qui s'emballe : à l'horizon 2050, ce ratio serait supérieur de près de 125 points à son niveau de 2024 et atteindrait plus de 235 points de PIB. Cette première trajectoire, « raisonnable » en termes de niveau des taux d'intérêt, suffit à montrer que l'absence de réduction du déficit primaire n'est pas un choix possible.

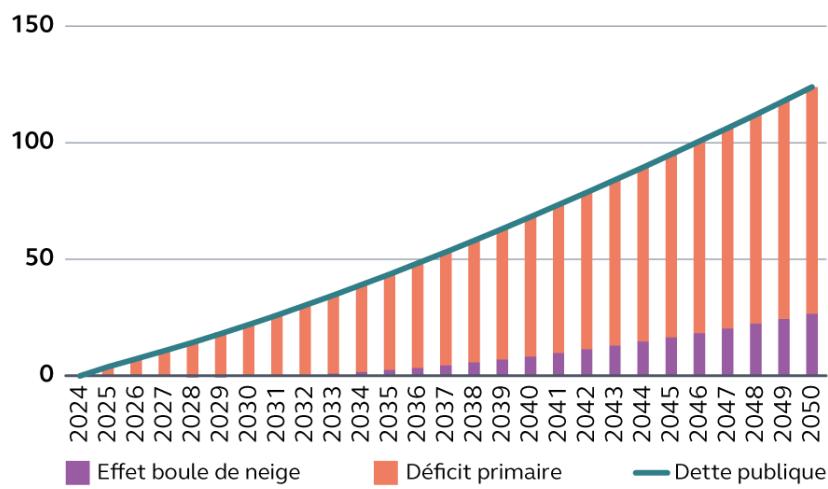
Trajectoire en cas de maintien du déficit primaire

Croissance « moindre » de 0,5 % en 2025 puis 1,0 % au-delà.

Déficit primaire maintenu à 3,7 points de PIB.

Taux d'intérêt à long terme de 3,7 % (hypothèse PSMT).

→ Emballement par effet boule de neige avec un ratio de dette
à 235 points de PIB en 2050.



Source : Cour des comptes

Lecture : à l'horizon 2050, le ratio de dette publique serait supérieur de près de 125 points de PIB par rapport à son niveau de 2024, pour atteindre un niveau de plus de 235 points de PIB.

Si, toujours à titre illustratif, le taux des obligations d'État augmentait brutalement et de manière pérenne à 4,7 % dès 2025 (soit une hausse permanente de 100 points de base) toutes choses égales par ailleurs, le ratio d'endettement public connaîtrait alors une trajectoire explosive, l'effet boule de neige accélérant la dette publique et s'autorenforçant au fur et à mesure que la dette augmente par rapport au PIB. Au début, la différence serait faible par rapport au scénario de taux à 3,7 % (compte tenu de la maturité moyenne de 8 ans des titres de dette, une hausse des taux de marché ne se répercute que progressivement sur le taux apparent), mais à l'horizon 2040, le ratio d'endettement serait déjà supérieur de 80 points de PIB par rapport à son niveau de 2024 (et de plus de 10 points de PIB par rapport au scénario de taux à 3,7 %). À l'horizon 2050, la dette serait supérieure de plus de 155 points de PIB à son niveau de 2024 (soit un ratio d'endettement de près de 270 points de PIB), soit plus de 30 points de PIB par rapport au scénario de taux à 3,7 %.

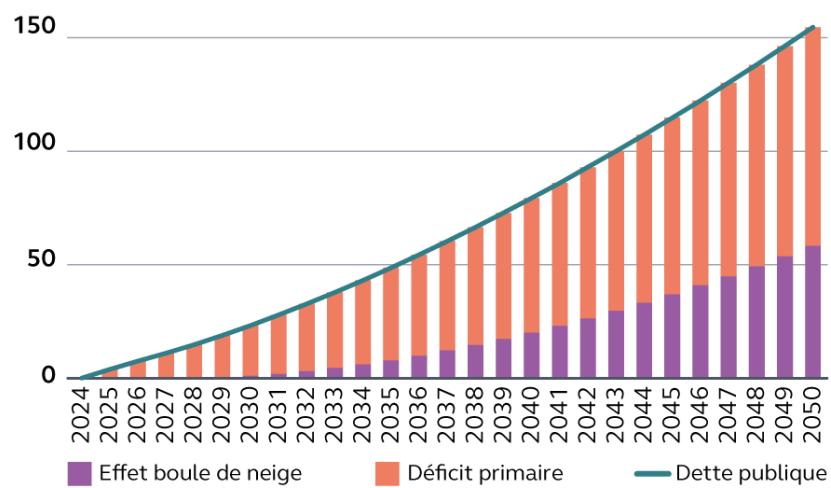
Trajectoire en cas de maintien du déficit primaire et de hausse de 1 point des taux d'intérêt

Croissance « moindre » de 0,5 % en 2025 puis 1,0 %.

Déficit primaire maintenu à 3,7 points de PIB.

Taux d'intérêt à long terme de 4,7 % dès 2025.

→ Emballement par effet boule de neige avec un ratio de dette à près de 270 points de PIB en 2050.



Source : Cour des comptes

Lecture : à l'horizon 2050, le ratio de dette publique serait supérieur de plus de 155 points de PIB par rapport à son niveau de 2024, pour atteindre un niveau près de 270 points de PIB.

Ces deux projections ont pour objet d'illustrer les conséquences d'un déficit primaire permanent élevé et d'une hausse pérenne des taux d'intérêt à politique inchangée. Elles restent cependant purement théoriques, précisément parce que la dette publique et la charge d'intérêts qui en découleraient deviendraient très rapidement insoutenables et que des ajustements importants seraient inévitables à très courte échéance.

C - Un retour indispensable à des excédents primaires durables pour prévenir une spirale de la dette

Même sans hausse des taux d'intérêts, l'absence de réduction du déficit primaire se traduirait par une trajectoire insoutenable, qui non seulement ne pourrait enrayer l'augmentation de la dette publique mais entraînerait également une accélération de la hausse du ratio d'endettement. C'est pourquoi le Gouvernement, dans le plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) publié en octobre 2024 puis dans le rapport d'avancement annuel (RAA) du PSMT publié en avril 2025, à travers son objectif de réduction du déficit nominal pour le ramener sous le seuil de 3 % du PIB, s'engage à réduire le déficit primaire. Selon le RAA 2025, celui-ci diminuerait de 3,7 points en 2024 à 3,1 points en 2025, 2,2 points en 2026, 1,3 point en 2027, 0,4 point en 2028 et repasserait en excédent de 0,4 point en 2029. Le PSMT présenté en octobre 2024 prévoyait de poursuivre cette amélioration pour atteindre un excédent primaire de 1,8 point de PIB à la fin de la période d'ajustement, en 2031.

Afin d'illustrer et de quantifier les effets sur le ratio de dette de la stratégie de finances publiques et de l'environnement macroéconomique, la Cour a réalisé plusieurs projections à l'horizon 2050 en faisant varier certains paramètres clés.

Une première projection, appelée « PSMT », correspond à la stratégie affichée par le Gouvernement dans le RAA d'avril 2025 et, au-delà de 2029, dans le PSMT. Elle s'appuie sur les hypothèses de croissance et de taux d'intérêt de ces deux documents et suppose réalisée l'amélioration du solde public primaire prévue dans le PSMT en revenant durablement à un excédent primaire de 1,8 point de PIB à partir de 2031. Cet excédent primaire est alors suffisamment important pour contrebalancer l'effet boule de neige et faire ainsi diminuer le ratio de dette publique, qui s'élèverait à 95,5 points de PIB en 2050, soit un niveau légèrement inférieur à l'avant-crise.

Il s'agit de la projection la plus favorable, qui exige que soient réalisées à la fois les prévisions de croissance du Gouvernement (jugées optimistes par la Cour dans le chapitre II) et surtout les efforts d'économies programmés jusqu'à 2031, avec un solde primaire largement excédentaire à cette date (+1,8 point de PIB) alors qu'il est déficitaire aujourd'hui (- 3,7 points).

Projection n° 1 « PSMT »

Croissance de 0,7 % en 2025, 1,2 % en 2026 puis 1,4 % en 2027 et 2028,
1,2 % en 2029 et 1,0 % au-delà.

Solde primaire redressé à + 0,4 point à partir de 2029
puis + 1,8 point en 2031 et au-delà.

Taux d'intérêt de long terme de 3,7 % à partir de 2026 (hypothèse PSMT).

→ Décrue du ratio de dette jusqu'à 95,5 points de PIB en 2050.

Une deuxième projection, appelée « Effort et croissance moindres », en lien avec le scénario éponyme présenté au chapitre II, suppose une croissance de 1,0 % en volume à partir de 2026 ainsi qu'un effort d'amélioration du solde primaire qui ne se poursuivrait que jusqu'en 2029 (l'excédent étant durablement maintenu à 0,4 point à partir de cette date). Les hypothèses de croissance seraient ainsi moins favorables jusqu'en 2029, puis convergeraient avec les hypothèses du scénario du Gouvernement (croissance de 1,0 % en volume à partir de 2030). Compte tenu des hypothèses de croissance et de taux d'intérêt, cet excédent primaire de 0,4 point de PIB est insuffisant pour contenir la progression du ratio d'endettement à partir des années 2030 du fait d'un effet boule de neige croissant (écart $r - g$ positif à partir de 2029). Le ratio de dette atteindrait alors 128,5 points de PIB en 2050.

Cette projection illustre le fait que l'effort d'ajustement substantiel affiché par le PSMT, déjà très exigeant, pourrait ne pas suffire à stabiliser le ratio d'endettement s'il n'était pas poursuivi au-delà du retour du déficit sous les 3 points de PIB en 2029.

Projection n° 2 « Effort et croissance moindres »

Croissance de 0,5 % en 2025 puis 1,0 % à partir de 2026.

Solde primaire redressé à + 0,4 point en 2029 puis maintenu au-delà.

Taux d'intérêt de long terme de 3,7 % à partir de 2026 (hypothèse PSMT).

→ Poursuite lente mais continue de la hausse du ratio de dette
jusqu'à 128,5 points de PIB en 2050.

Une troisième projection, appelée « Effort moindre et taux d'intérêt bas », repose, comme la précédente, sur l'hypothèse d'un excédent primaire stabilisé à 0,4 point à partir de 2029. Il retient en revanche une hypothèse de taux d'intérêt à 10 ans plus favorable que dans le RAA et le PSMT (3,0 % au lieu de 3,7 %), en maintenant les hypothèses de croissance du RAA et du PSMT. Sous cette hypothèse plus favorable de taux d'intérêt, qui diminuerait l'effet boule de neige, l'atteinte durable d'un excédent primaire de 0,4 point de PIB suffirait à stabiliser le ratio de dette publique, à un niveau très proche de celui de 2024 (113,5 points de PIB).

Projection n° 3 « Effort moindre et taux d'intérêt bas »

Croissance de 0,7 % en 2025, 1,2 % en 2026 puis 1,4 % en 2027 et 2028, 1,2 % en 2029 et 1,0 % au-delà.

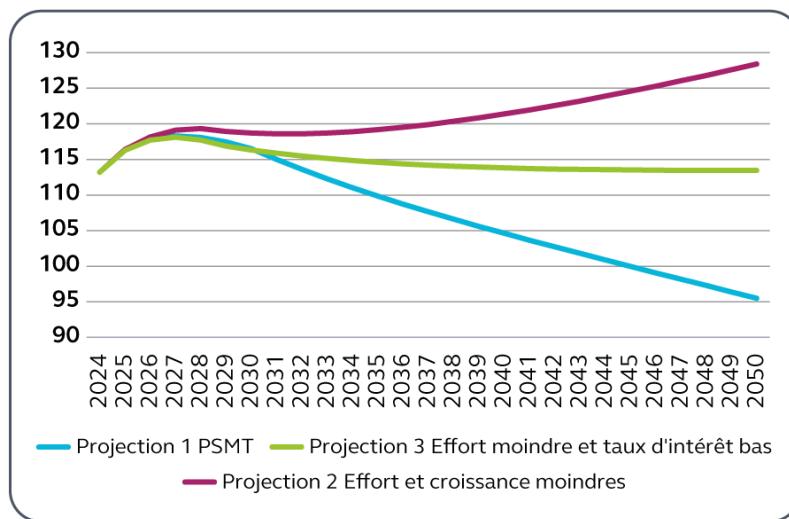
Solde primaire redressé à + 0,4 point en 2029 puis maintenu au-delà.

Taux d'intérêt de long terme de 3,0 % à partir de 2026.

→ Hausse du ratio de dette jusqu'en 2027 puis décrue et stabilisation à 113,5 points de PIB à l'horizon 2050.

Cet éventail de projections montre que, sous des hypothèses réalistes de croissance et de taux d'intérêt, le retour du déficit public sous les 3 points de PIB est insuffisant en soi pour garantir la soutenabilité de la dette : un excédent primaire est nécessaire pour stabiliser le ratio de dette publique et *a fortiori* faire refluer ce dernier. Cet excédent primaire doit en outre être d'autant plus élevé que l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance sera important à terme, c'est-à-dire que l'effet boule de neige sera marqué.

**Graphique n° 35 : projections du ratio de dette publique
sous différentes hypothèses à l'horizon 2050**



Source : Cour des comptes

Pour un ratio d'endettement de 113 points de PIB, l'excédent primaire à atteindre est du même ordre de grandeur que l'écart $r - g$. À cet égard, les hypothèses du RAA et du PSMT sont cohérentes et prévoient toutes deux un écart à terme de 1,1 point entre le taux d'intérêt moyen sur la dette et le taux de croissance du PIB en valeur. Un excédent primaire de 1,1 point de PIB compenserait alors exactement l'effet boule de neige à moyen terme et permettrait de stabiliser le ratio d'endettement. Pour un écart $r - g$ plus faible, l'excédent primaire à atteindre serait lui-même moins important. Par exemple, dans la projection « taux d'intérêt bas », l'écart $r - g$ est à terme de 0,4 point, ce qui permet précisément à un excédent primaire de 0,4 point de PIB de stabiliser le ratio de dette publique.

Comme le montre l'analyse de la fin du chapitre 2, l'atteinte d'un excédent primaire de 0,4 point de PIB en 2029 nécessiterait un effort global d'ajustement de près de 105 Md€ sur la période 2025-2029. En retenant toutefois l'hypothèse d'un taux d'intérêt à 10 ans de 3,7 % (comme dans le PSMT et le RAA), l'effort nécessaire à la stabilisation de la dette publique devrait être prolongé pour atteindre un excédent primaire durable de 1,1 point de PIB, soit de l'ordre de 30 Md€ supplémentaires pour atteindre 135 Md€. Compte tenu de l'importance de la charge de la dette publique, cet excédent primaire de 1,1 point de PIB n'empêcherait cependant pas le solde public de rester en déficit, de plus de 2 points de PIB à l'horizon 2030.

Un taux d'intérêt encore inférieur ou un écart $r - g$ négatif permettrait certes de diminuer l'effort et la cible de solde primaire nécessaires pour stabiliser le ratio d'endettement. Toutefois, comme cela a été rappelé, la France a connu de nombreuses périodes où l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance a été positif et plusieurs arguments solides suggèrent la plausibilité d'un écart positif dans les années à venir – c'est d'ailleurs l'hypothèse que retiennent le PSMT et le RAA à partir de 2029. Une analyse empirique récente de la direction générale du Trésor⁸⁵ montre de surcroît que plus le ratio de dette publique est élevé, plus l'écart positif $r - g$ est élevé et plus la probabilité que cet écart devienne négatif est faible.

Même si les projections présentées ci-dessus doivent être considérées avec prudence, leur conclusion est claire : il est crucial de s'engager sur une trajectoire de rétablissement d'un solde primaire positif, avec suffisamment de marge de sécurité compte tenu de la sensibilité de l'évolution de la dette à une variation de l'écart $r - g$ et au risque accru d'un écart positif en cas de ratio de dette élevé.

Un retour durable à un excédent primaire (qui n'empêchera pas un déficit public, compte tenu de l'importance de la charge de la dette), comme le prévoit le PSMT, apparaît de ce fait indispensable.

⁸⁵ « Taux d'intérêt, croissance et soutenabilité de la dette publique », Trésor-Eco n° 334, direction générale du Trésor, octobre 2023.

CONCLUSION

L'analyse de la « soutenabilité » de la dette s'appuie aujourd'hui sur de très nombreux travaux statistiques et académiques, qui contribuent à une bonne compréhension des mécanismes macroéconomiques et de finances publiques à l'œuvre dans la dynamique de la dette et de son coût. L'évaluation de cette soutenabilité est au cœur de la gouvernance budgétaire européenne, comme elle est centrale, quoiqu'avec une optique différente, dans la notation des dettes souveraines à laquelle procèdent les agences de notation au service des investisseurs. Depuis plus de deux décennies, la dynamique de l'endettement a été nourrie en France par l'accumulation de déficits primaires, alors que la croissance s'érodait progressivement. Ces déficits tendanciellement croissants n'ont en outre pas eu comme contrepartie une hausse des dépenses d'avenir de nature à augmenter le potentiel de croissance future mais ont notamment servi à absorber le coût du vieillissement.

Le maintien du déficit public à son niveau actuel n'est pas soutenable car, sous des hypothèses macroéconomiques réalistes, il entraînerait une hausse incontrôlée et accélérée du ratio de dette publique.

La stratégie de finances publiques doit permettre de reprendre le contrôle de la dynamique de la dette sans parier sur un retour hypothétique à la croissance des décennies passées ou sur des taux d'intérêts durablement bas.

Des ajustements budgétaires très exigeants sont à présent nécessaires pour revenir pour la première fois depuis le début des années 2000 à un excédent primaire (comme le prévoit le PSMT) et pour remettre durablement en cohérence nos choix collectifs avec l'impératif de soutenabilité de la dette publique.

Annexes

Annexe n° 1 : cadre analytique comptable de la soutenabilité	128
Annexe n° 2 : la mesure par la Commission européenne de la soutenabilité de la dette publique	132

Annexe n° 1 : cadre analytique comptable de la soutenabilité

L'évolution de la dette publique entre la fin de l'année t et la fin de l'année $t+1$ est donnée par l'équation comptable suivante :

$$D_{t+1} = D_t + r_{t+1} * D_t - SP_{t+1} + FC_{t+1} \quad (1)$$

où D désigne la dette publique, r le taux d'intérêt moyen acquitté sur la dette publique ou « taux apparent » ($r * D$ représentant ainsi les charges d'intérêt), SP le solde primaire et FC les flux de créances.

La contrainte budgétaire intertemporelle des administrations publiques

En valeur nominale

En négligeant les flux de créances et en supposant le taux d'intérêt constant, on peut calculer, à partir d'une date t , l'évolution de la dette publique à la date $t+n$ en itérant l'équation (1) :

$$D_{t+n} = (1+r)^n * D_t - \sum_{k=1}^n (1+r)^{n-k} * SP_{t+k}$$

On peut réécrire cette équation de la manière suivante :

$$D_t = \frac{D_{t+n}}{(1+r)^n} + \sum_{k=1}^n \frac{SP_{t+k}}{(1+r)^k} \quad (2)$$

L'équation (2) définit la contrainte budgétaire intertemporelle (CBI) des administrations publiques. La dette publique à la date t est égale, pour toute date ultérieure $t+n$, à la somme de la valeur actualisée (par le taux d'intérêt apparent sur la dette publique) de la dette publique en $t+n$ et de la somme actualisée (toujours par le taux d'intérêt) des soldes primaires entre $t+1$ et $t+n$.

Lorsque le taux d'intérêt est positif, la dette publique peut être jugée soutenable si elle progresse à un taux inférieur à r , c'est-à-dire si la valeur actualisée (par r) de la dette publique tend vers 0 à long terme. Cette condition est appelée « condition de transversalité » et s'écrit formellement : $\lim_{n \rightarrow +\infty} \frac{D_{t+n}}{(1+r)^n} = 0$.

La condition de transversalité implique ainsi que la dette publique croît à un taux moindre que le taux d'intérêt, c'est-à-dire à un rythme moindre que le rythme « spontané », i.e. en cas de solde primaire équilibré, de croissance de la dette publique par le seul jeu des intérêts sur le stock de dette. La condition de transversalité implique ainsi que la puissance publique ne finance pas éternellement les charges d'intérêts sur la dette publique en empruntant, c'est-à-dire qu'elle ne met pas durablement en place un « jeu de Ponzi ». Cette condition entraîne la relation suivante :

$$D_t = \sum_{k=1}^{+\infty} \frac{SP_{t+k}}{(1+r)^k} \quad (3)$$

La dette publique est soutenable à la date t si la valeur de la dette publique en t est égale à la somme actualisée des soldes primaires futurs. On en déduit que si les administrations publiques sont endettées à la date t , il faudra ensuite engranger des excédents primaires pour éviter une trajectoire explosive de la dette publique.

En points de PIB

Pour étudier plus rigoureusement la soutenabilité de la dette publique, il est toutefois nécessaire de prendre en compte la dynamique du PIB, qui détermine les recettes publiques, et par conséquent d'exprimer les variables de finances publiques en points de PIB.

Pour ce faire, on divise chaque membre de l'équation (1) par la valeur du PIB Y en $t+1$:

$$\frac{D_{t+1}}{Y_{t+1}} = \frac{D_t + r_{t+1} * D_t - SP_{t+1} + FC_{t+1}}{Y_{t+1}}$$

Soit, en notant les ratios par rapport au PIB en lettres minuscules, en notant g le taux de croissance du PIB en valeur et en négligeant les flux de créances :

$$d_{t+1} = \frac{1 + r_{t+1}}{1 + g_{t+1}} * d_t - sp_{t+1}$$

Ou encore, par un développement limité à l'ordre 1 :

$$d_{t+1} \approx (1 + (r_{t+1} - g_{t+1})) * d_t - sp_{t+1} \quad (4)$$

En supposant r et g constants, on peut calculer, à partir d'une date t , l'évolution de la dette publique à la date $t+n$ en itérant l'équation (4) :

$$d_{t+n} = (1 + (r - g))^n * d_t - \sum_{k=1}^n (1 + (r - g))^{n-k} * sp_{t+k}$$

On peut réécrire cette équation de la manière suivante :

$$d_t = \frac{d_{t+n}}{(1 + (r - g))^n} + \sum_{k=1}^n \frac{sp_{t+k}}{(1 + (r - g))^k} \quad (5)$$

L'équation (5) définit la contrainte budgétaire intertemporelle des administrations publiques, exprimée en points de PIB. Le ratio de dette publique à la date t est égal, pour toute date ultérieure $t+n$, à la valeur actualisée (par le taux $r-g$) du ratio de dette publique en $t+n$ à laquelle on ajoute la somme actualisée des soldes primaires (en points de PIB) entre $t+1$ et $t+n$.

Lorsque le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance du PIB, la dette publique est jugée soutenable si le ratio de dette par rapport au PIB a un taux de croissance inférieur à l'écart $r-g$, c'est-à-dire si la valeur actualisée (par $r-g$) du ratio de dette publique tend vers 0 à long terme. Cette « condition de transversalité » exprimée en points de PIB s'écrit formellement : $\lim_{n \rightarrow +\infty} \frac{d_{t+n}}{(1 + (r - g))^n} = 0$ et entraîne la relation suivante :

$$d_t = \sum_{k=1}^{+\infty} \frac{sp_{t+k}}{(1 + (r - g))^k} \quad (6)$$

La dette publique est soutenable à la date t si le ratio de dette publique en t est égal à la somme actualisée (par l'écart $r-g$) des soldes primaires futurs (exprimés en points de PIB). On en déduit que si le ratio de dette publique est positif à la date t , il faudra ensuite enregistrer des excédents primaires pour éviter une trajectoire explosive du ratio de dette publique.

Cette condition de soutenabilité ne vaut toutefois que lorsque le taux d'actualisation est positif, c'est-à-dire lorsque le taux d'intérêt excède le taux de croissance. Cet écart entre le taux d'intérêt moyen sur la dette publique et le taux de croissance du PIB est ainsi crucial pour juger de la soutenabilité de la dette et est au cœur du concept central de déficit primaire stabilisant.

Le solde primaire stabilisant la dette publique

En reprenant l'équation (4), on obtient :

$$d_{t+1} - d_t = (r_{t+1} - g_{t+1}) * d_t - sp_{t+1}$$

On en déduit que l'évolution du ratio de dette publique entre la fin de l'année t et la fin de l'année $t+1$ est déterminée par le produit du ratio de dette publique à la fin de l'année t et de la différence entre le taux d'intérêt apparent sur la dette publique et le taux de croissance du PIB en valeur, auquel on retranche le solde public primaire (ou auquel on ajoute le déficit public primaire) en $t+1$.

Chaque année, toutes choses égales par ailleurs, un déficit primaire augmente le ratio de dette publique tandis qu'un excédent le diminue. L'autre terme déterminant l'évolution du ratio de dette, $(r_{t+1} - g_{t+1}) * d_t$, est plus communément appelé « effet boule de neige ». Lorsque le taux d'intérêt moyen sur la dette publique excède le taux de croissance du PIB, la dette publique augmente progressivement sous son propre poids et un excédent primaire devient nécessaire pour la stabiliser. Lorsque le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt, se met en contrepartie un effet boule de neige « vertueux » dans lequel, toutes choses égales par ailleurs, la hausse des recettes publiques induite par la croissance excède la dynamique des charges d'intérêts sur la dette publique.

Si le ratio de dette publique est stabilisé au niveau d , alors, en négligeant les flux de créances, le solde primaire sp^* stabilisant la dette publique s'écrit :

$$sp^* \approx (r_{t+1} - g_{t+1}) * d$$

Soit, en supposant le taux d'intérêt et le taux de croissance constants :

$$sp^* \approx (r - g) * d$$

Le solde primaire stabilisant la dette publique compense exactement l'effet boule de neige. Un excédent primaire est par conséquent nécessaire pour stabiliser la dette publique lorsque le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance du PIB. À l'inverse, lorsque le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt, un déficit primaire suffit à stabiliser la dette publique.

Annexe n° 2 : la mesure par la Commission européenne de la soutenabilité de la dette publique

L'approche DSA

Les nouvelles règles budgétaires européennes ont été adoptées en avril 2024. Elles reposent sur les « plans budgétaires et structurels nationaux à moyen terme » (PSMT) qui sont établis pour une période de 4 à 7 ans (7 ans dans le cas de la France), évalués par la Commission et approuvés par le Conseil de l'Union européenne. Ils font l'objet d'un rapport d'avancement annuel (RAA). Ils définissent des objectifs de déficit et de dette spécifiques à chaque pays, en fonction d'une trajectoire de dépenses publiques primaires nettes fondée sur une analyse technique de la soutenabilité de la dette par la Commission. Cette trajectoire est établie de manière à, le cas échéant, abaisser le ratio dette/PIB sous 60 points de PIB ou assurer une trajectoire de dette décroissante⁸⁶ et ramener le déficit public sous 3 points de PIB en garantissant que l'ajustement budgétaire se poursuit, si nécessaire, jusqu'à 1,5 point de PIB⁸⁷.

L'analyse technique de la soutenabilité par la Commission européenne se situe donc au cœur de la nouvelle gouvernance budgétaire européenne. Elle repose sur une *Debt sustainability analysis* (DSA). Cette approche porte sur les risques de soutenabilité à moyen terme, c'est-à-dire à un horizon 2040. Elle prend appui sur les prévisions macroéconomiques de court terme de la Commission (produites chaque année en mai et en novembre) – à un horizon de deux ans – puis projette une trajectoire de dette publique en fonction (i) d'un scénario macroéconomique et (ii) d'hypothèses sur les finances publiques.

Le scénario macroéconomique repose sur l'estimation d'une trajectoire de PIB potentiel (et donc de croissance potentielle et d'écart de production) intégrant notamment l'impact sur l'activité économique des mesures d'ajustements de finances publiques. Le scénario d'ajustement budgétaire et fiscal retenu par la Commission porte sur l'effet de l'évolution du solde primaire structurel, c'est-à-dire du solde public hors charges d'intérêts sur la dette et hors effet des fluctuations liées à la

⁸⁶ Baisse d'au moins 1 point par an si le ratio dette/PIB dépasse 90 points de PIB et d'au moins 0,5 point par an s'il est compris entre 60 et 90 points de PIB en moyenne annuelle.

⁸⁷ L'ajustement structurel minimal primaire doit être de 0,4 point de PIB par an ou 0,25 point de PIB par an en cas de plan de moyen terme sur 7 ans.

situation conjoncturelle⁸⁸. De manière équivalente⁸⁹, la Commission européenne traduit cette trajectoire de solde primaire structurel en une évolution nominale de la dépense publique hors charge d'intérêts sur la dette et nette des mesures nouvelles de prélèvements obligatoires⁹⁰. La Commission tient compte également des effets de l'ajustement structurel de finances publiques sur l'activité économique, avec l'hypothèse d'un multiplicateur de 0,75 la première année (un ajustement d'un point de PIB une année donnée se traduit par un impact à la baisse sur le PIB de 0,75 point au bout d'un an, toutes choses égales par ailleurs) – cet effet s'éteignant au bout de trois ans. La Commission retient ainsi une approche « agnostique » entre effort en dépenses et en recettes, l'indicateur de dépense primaire nette (DPN) et les effets « multiplicateur » utilisés étant neutres par rapport à la répartition d'un ajustement structurel donné entre économies en dépenses et hausses discrétionnaires de prélèvements obligatoires.

L'ajustement structurel primaire – i.e. l'amélioration du solde structurel primaire – est supposé régulier pendant toute la période d'ajustement (de 4 à 7 ans), puis la trajectoire de finances publiques est projetée sur une période supplémentaire de 10 ans pendant laquelle la Commission suppose qu'aucun ajustement additionnel n'est réalisé : la dépense publique primaire n'y est alors affectée que par l'évolution du coût du vieillissement démographique tel qu'il ressort des projections de l'*Ageing report*. Les projections macroéconomiques utilisées se raccordent également, au-delà d'un horizon de 10 ans sur celles de ce rapport⁹¹.

⁸⁸ Les fluctuations conjoncturelles autour de la tendance du PIB, c'est-à-dire autour du PIB potentiel, affectent les recettes de prélèvements obligatoires mais également certaines dépenses publiques liées au cycle économique comme les dépenses d'assurance-chômage. Le solde primaire structurel est rapporté au PIB potentiel.

⁸⁹ La Commission européenne précise la formule d'équivalence suivante : $g_{DPN} = g^{pot} - \frac{\Delta sps}{dp}$ où g_{DPN} désigne le taux de croissance de la dépense primaire nette, g^{pot} le taux de croissance potentielle en valeur, Δsps la variation du solde primaire structurel et dp la dépense publique primaire rapportée au PIB.

⁹⁰ De manière plus exhaustive, les dépenses publiques primaires nettes se définissent comme les dépenses publiques, déduction faite des dépenses d'intérêts, des mesures discrétionnaires en matière de recettes, des dépenses relatives aux programmes de l'Union entièrement compensées par des recettes provenant de fonds de l'Union, des dépenses nationales de cofinancement des programmes financés par l'Union, des éléments cycliques des dépenses liées aux indemnités de chômage, ainsi que des mesures ponctuelles et autres mesures temporaires.

⁹¹ La Commission fait en outre l'hypothèse que les taux d'intérêts de marché et l'inflation convergent au bout de 10 ans vers des valeurs cohérentes avec les anticipations des marchés financiers. Elles convergent ensuite vers les valeurs projetées dans l'*Ageing report*. Enfin, la Commission suppose que les flux de créances sont nuls au-delà d'un horizon de deux ans.

La Commission européenne, dans cette approche *DSA*, calibre l'ajustement structurel primaire de manière à ce que la trajectoire de ratio de dette publique qui découle de l'ensemble des hypothèses macroéconomiques et de finances publiques retenues soit décroissante d'ici la fin de la période d'ajustement (2031 notamment pour la France) ou demeure sous le seuil de 60 points de PIB. Cette condition doit s'appliquer non seulement pour la trajectoire centrale examinée par la Commission, mais doit également être respectée en cas d'hypothèses macroéconomiques ou de finances publiques moins favorables. Ces tests de robustesse de la trajectoire ou *stress-tests* portent sur trois scénarios alternatifs bien définis dits « déterministes » au-delà de la période d'ajustement :

- une dégradation du solde public primaire de 0,25 point de PIB pour chacune des deux premières années suivant la période d'ajustement (2032 et 2033 pour la France) et un maintien à ce niveau ensuite ;
- une hypothèse « $r - g$ » défavorable : l'écart entre le taux d'intérêt implicite sur la dette publique et le taux de croissance du PIB en valeur est supposé être supérieur d'un point au-delà de la période d'ajustement ;
- une hausse des taux d'intérêt sur les marchés de la dette publique : le taux d'intérêt de marché sur les obligations d'État augmenterait de manière temporaire après la période d'ajustement d'au moins 100 points de base, voire plusieurs centaines de points de base pour les États les plus endettés (hausse de la prime de risque).

Parallèlement à ces stress-tests déterministes, la Commission mène également une analyse de nature « stochastique », c'est-à-dire qu'elle « tire aléatoirement » plusieurs milliers de chocs envisageables – positifs ou négatifs dans leurs conséquences sur la dette publique – sur les principales variables macroéconomiques et de finances publiques sur la base des variations observées par le passé dans chaque État membre. La trajectoire de dette publique doit alors respecter la condition suivante : dans les 5 années suivant la période d'ajustement, le ratio de dette publique doit diminuer dans au moins 70 % des scénarios « stochastiques ».

L'approche de la Commission se distingue ainsi de l'approche *DSA* traditionnelle, qui examine une trajectoire donnée à politique inchangée pour juger si elle conduit à une trajectoire soutenable de la dette publique. La Commission utilise cette approche pour déterminer une « trajectoire de référence » à chaque État membre, c'est-à-dire l'ajustement qui serait nécessaire pour garantir le repli du ratio de dette publique (ou son maintien sous le seuil de 60 points de PIB) – de manière plausible, c'est-à-dire de manière robuste à un certain nombre de chocs adverses – au-delà de la

période d'ajustement. L'analyse de la Commission s'effectue en outre en deux temps. D'une part, elle utilise l'approche *DSA* pour identifier et proposer une trajectoire à chaque État membre. D'autre part, cette méthodologie est appliquée pour évaluer la soutenabilité de la trajectoire soumise pour chaque État membre dans son plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) au regard de ses propres hypothèses macroéconomiques et de finances publiques.

Parallèlement à l'analyse *DSA*, la trajectoire doit prévoir, en cohérence avec les exigences des nouvelles règles européennes, une réduction minimale du déficit structurel⁹² de 0,5 point de PIB par an tant que le déficit public est supérieur au seuil des 3 % du PIB. De surcroît, le déficit structurel primaire doit être réduit d'au moins 0,4 point de PIB par an (0,25 point dans le cas d'une période d'ajustement de 7 ans) jusqu'à ce que le déficit structurel atteigne ou passe sous le seuil de 1,5 point de PIB. Enfin, tant que le ratio d'endettement public excède 90 points de PIB (ou respectivement est compris entre 60 et 90 points de PIB), le ratio de dette doit diminuer en moyenne de 1 point de PIB (ou respectivement 0,5 point de PIB) par an entre le début et la fin de la période d'ajustement⁹³.

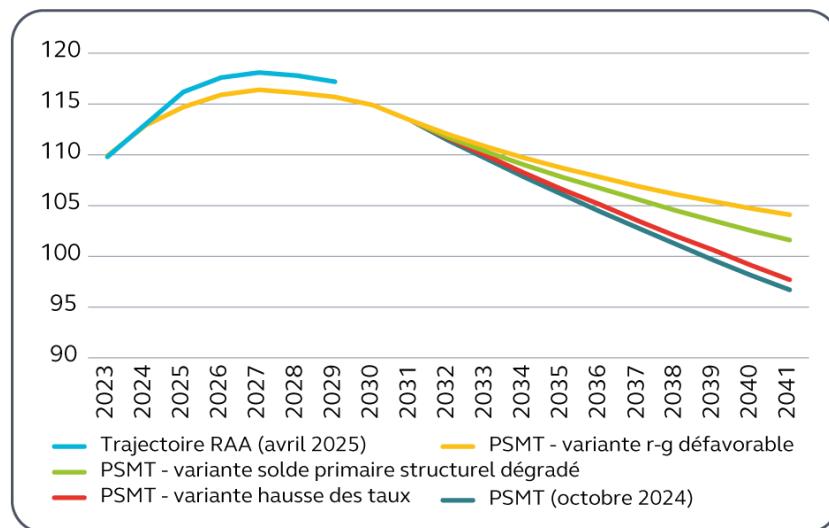
La méthode utilisée par la Commission dans le cadre des nouvelles règles européennes consiste ainsi à identifier puis à valider pour chaque État membre une trajectoire d'ajustement budgétaire et fiscale « figée » pendant 4 à 7 ans et à laquelle on applique sur la période de 10 années suivantes, donc à moyen terme, des tests de robustesse afin de déterminer dans quelle mesure la trajectoire est soutenable de manière plausible. Le point de départ des trajectoires soumises par les États membres dans leur PSMT peut toutefois être significativement révisé – par exemple en cas d'exécution en dépenses ou en recettes de l'année en cours différente de la prévision –, de sorte que le rapport annuel d'avancement (RAA) du PSMT soumis chaque année au mois d'avril peut réviser la trajectoire de dette publique. En particulier, la France a procédé à une telle révision en ramenant sa cible de déficit public pour 2025 de 5,0 à 5,4 points de PIB en janvier 2025, tout en maintenant les mêmes cibles nominales à partir de 2026 (ce qui implique un effort accru pour l'année prochaine). La trajectoire de dette publique présentée dans le RAA publié en avril 2025 s'écarte ainsi de celle présentée en octobre 2024 dans le PSMT, avec un niveau de dette publique supérieur de 1,5 point de PIB à l'horizon 2029.

⁹² La condition ne s'applique qu'au déficit structurel primaire sur la période 2025-2027.

⁹³ Pour les pays, comme la France, en procédure de déficit excessif, la période considérée pour le respect de cette condition s'étend entre la fin de la procédure et la fin de la période d'ajustement.

Cet écart n'est pas totalement négligeable par rapport aux scénarios adverses déterministes envisagés dans le PSMT français d'octobre 2024 en suivant la méthodologie de la Commission européenne, qui impliquent des écarts à l'horizon 2041 de 1,0 point de PIB pour le scénario de taux d'intérêts temporairement plus élevés, de 4,9 points de PIB pour le scénario de solde structurel primaire détérioré (par rapport à la trajectoire du PSMT) et de 7,4 points de PIB pour le scénario d'un écart $r - g$ défavorable. Ces deux derniers scénarios ont toutefois un impact cumulatif sur la trajectoire de dette publique, contrairement à la révision du point de départ, qui n'entraîne qu'une translation vers le haut de la trajectoire de dette. Si l'on compare la révision du point de départ de la trajectoire avec l'impact des deux scénarios cumulatifs au bout de trois ans, c'est-à-dire en 2034, les conséquences sont alors d'un ordre de grandeur similaire : en effet, alors que la révision du point de départ dans le RAA entraîne un niveau de dette publique supérieur de 1,5 point de PIB par rapport à la trajectoire du PSMT, le scénario moindre de solde primaire structurel dégradé se traduit par un surcroît de dette de 1,2 point de PIB en 2034 et le scénario d'écart $r - g$ défavorable par une dette supérieure de 1,9 point de PIB au même horizon. Les trajectoires des PSMT peuvent ainsi être particulièrement sensibles à des dégradations successives des points de départs – notamment en cas d'efforts d'ajustements budgétaires et fiscaux moindres que prévus ou en cas de conditions macroéconomiques moins favorables qu'anticipé.

Graphique n° 36 : trajectoires de ratio de dette publique dans le PSMT et le RAA français



Source : PSMT, RAA

L'approche du *Debt sustainability monitor*

Parallèlement à son approche « normative » pour l'application des nouvelles règles européennes, la Commission européenne procède à une analyse « positive » de la soutenabilité *via* la publication chaque année au mois de mars du *Debt sustainability monitor* (DSM)⁹⁴. Ce rapport analyse les risques de soutenabilité des États membres à date – indépendamment des trajectoires sur lesquels ces derniers se sont engagés dans leur PSMT – et propose un tableau d'alerte en distinguant d'une part un niveau de risque de soutenabilité « bas », « moyen » ou « élevé », d'autre part une analyse (i) de court terme, (ii) de moyen terme et (iii) de long terme.

(i) L'analyse de court terme est réalisée sur la base des prévisions à deux ans de la Commission publiées au mois de novembre de l'année précédente. Elle est synthétisée par un indicateur S0, qui tient compte de 25 variables, pour moitié de finances publiques (solde public, solde primaire, endettement public, écart $r - g$, dynamique de la dépense publique, etc.) et pour une autre moitié de nature financière et macroéconomique (taux d'intérêts, croissance, PIB par tête, endettement privé, position extérieure nette, balance courante, etc.). Pour chaque variable, la Commission européenne détermine un seuil d'alerte sur la base d'une analyse empirique du pouvoir prédictif du dépassement de différents seuils sur l'occurrence de tensions sur la soutenabilité à court terme. L'indicateur S0 constitue ainsi un indicateur avancé pour détecter des risques susceptibles de survenir l'année suivante.

(ii) L'analyse de moyen terme est nourrie par l'approche DSA, dans son utilisation traditionnelle. En effet, contrairement à la méthode utilisée dans le cadre des nouvelles règles, il s'agit dans cet exercice de projeter une trajectoire de référence à politique inchangée, c'est-à-dire en maintenant constant, à partir des prévisions de la Commission pour 2025, le niveau de déficit primaire structurel – *modulo* l'impact de l'évolution du coût du vieillissement tel qu'il est évalué par l'*Ageing report*. Autour de ce scénario sont simulés trois scénarios « déterministes » proches de ceux présentés *supra* (solde structurel primaire dégradé, écart $r - g$ plus important, hausse temporaire du taux d'intérêt) ainsi qu'un scénario de retour au solde structurel primaire moyen observé sur la période 2009-2023. Pour ces cinq scénarios, la Commission procède à une évaluation du risque sur la base de trois critères, auxquels est associé un niveau de risque (bas, moyen, élevé) : le niveau de ratio de dette atteint au bout de 10 ans (par exemple, le risque est jugé élevé si ce ratio demeure supérieur à 90 points de PIB), l'année d'atteinte du pic de ratio de dette, l'« espace de

⁹⁴ Cf. *Debt sustainability monitor 2024*, Commission européenne, mars 2025.

consolidation budgétaire ». Ce dernier est mesuré par la position du solde structurel primaire associé à chaque scénario dans la distribution des soldes structurels primaires observés par le passé dans le pays considéré : ainsi, si le solde structurel primaire projeté est dégradé par rapport à ce que l'État membre a réussi à atteindre par le passé, cela signifie qu'il est plausible qu'il dispose de marges de manœuvre pour prendre des mesures d'ajustement correctrices si nécessaire. L'analyse DSA recourt parallèlement à des projections « stochastiques » qui associent des niveaux de risque aux deux critères suivants : la probabilité que le ratio de dette publique excède au bout de 5 ans le ratio de dette initial et la dispersion des ratios de dette projetés à 5 ans. Ces deux analyses sont agrégées pour aboutir à un niveau de risque à moyen terme pour l'État membre considéré.

(iii) Enfin, la Commission européenne évalue le risque de soutenabilité à long terme à travers deux indicateurs, S1 et S2. L'indicateur S1 mesure l'effort d'ajustement nécessaire pour ramener le ratio de dette publique au seuil de 60 points de PIB à l'horizon 2070. L'indicateur S2 mesure l'effort d'ajustement nécessaire pour stabiliser le ratio de dette publique, quel qu'en soit le niveau. Ces deux indicateurs s'appuient sur les prévisions d'automne pour déterminer les points de départs des variables macroéconomiques et de finances publiques et intègrent les trajectoires macroéconomiques et de coût du vieillissement de l'*Ageing report* (dont l'horizon est précisément 2070). Le risque de soutenabilité est jugé élevé si l'effort d'ajustement requis dépasse 6 points de PIB, moyen s'il est compris entre 2 et 6 points, et faible sinon.

La dernière édition du DSM, publiée en mars 2025, établit pour la France un niveau de risque de soutenabilité bas à court terme (indicateur S0), élevé à moyen terme (DSA) et moyen à long terme (indicateurs S1 et S2). Le risque jugé plus faible à long terme provient du fait que le coût du vieillissement devrait être légèrement plus faible en 2070 qu'actuellement selon l'*Ageing report*, contrairement à la plupart des autres États membres. Le risque élevé à moyen terme résulte notamment essentiellement du niveau de dette publique très élevé à politique inchangée (142 points de PIB à horizon 2035) et *a fortiori* dans les scénarios déterministes adverses⁹⁵.

⁹⁵ Seul le scénario de retour à la moyenne des 15 années précédentes est plus favorable (dettes de 140 points de PIB en 2035), compte tenu de la tendance à la dégradation du solde structurel primaire observée en France. Pour la même raison, la Commission estime que les marges de manœuvre budgétaires pour prendre des mesures correctrices (« espace de consolidation budgétaire ») sont importantes pour la France, puisqu'elle a enregistré des soldes structurels primaires moins dégradés par le passé.

Tableau n° 27 : tableau de bord de la Commission européenne sur la soutenabilité de la dette publique des États membres

S1 indicator	SHORT-TERM RISKS												MEDIUM-TERM RISKS												LONG-TERM RISKS											
	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE									
Overall SHORT-TERM risk category	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW						
S1 indicator	0.35	0.20	0.20	0.28	0.18	0.43	0.22	0.39	0.37	0.38	0.41	0.43	0.25	0.48	0.29	0.22	0.44	0.21	0.24	0.31	0.36	0.40	0.49	0.25	0.48	0.34	0.27									
Overall MEDIUM-TERM risk category	HIGH	LOW	MEDIUM	LOW	MEDIUM	LOW	MEDIUM	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW							
Baseline no fiscal policy-change scenario	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW							
Debt level (2035)	126	39	53	17	66	30	13	119	112	142	63	157	34	65	58	21	85	46	50	58	95	74	106	68	96	26	26	27								
Debt peak year	2035	2035	2035	2034	2035	2035	2034	2035	2035	2035	2035	2035	2024	2035	2035	2025	2035	2035	2035	2035	2035	2035	2035	2035	2035	2035	2035	2035	2034							
Fiscal consolidation space (%) - percentile rank of avg SPB 2025-	91%	95%	42%	71%	73%	62%	44%	45%	68%	100%	74%	66%	29%	81%	69%	73%	70%	90%	75%	96%	96%	17%	100%	52%	100%	87%	81%									
Stochastic projections	HIGH	MEDIUM	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW								
Probability of debt in 2029 > debt in 78% ^a	60%	61%	13%	47%	64%	16%	18%	48%	94%	52%	69%	14%	69%	79%	38%	54%	47%	66%	72%	99%	23%	92%	37%	90%	74%	23%										
Difference between the 10th and 90th percentile in 2029 (pp. of GDP)	28	51	25	17	15	29	35	53	29	21	32	46	45	29	21	43	36	16	29	22	46	44	26	27	25	11										
Historical SPB scenario	HIGH	LOW	MEDIUM	LOW	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW								
Debt level (2035)	116	26	57	13	58	31	44	99	117	140	54	151	47	64	57	18	86	36	50	87	88	89	85	68	89	22	22									
Debt peak year	2035	2030	2035	2024	2025	2035	2031	2024	2024	2035	2024	2025	2024	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2024								
Fiscal consolidation space (%) - percentile rank of avg SPB 2025-	89%	84%	45%	68%	50%	62%	79%	29%	72%	97%	57%	60%	42%	79%	68%	68%	72%	76%	73%	86%	90%	41%	100%	54%	84%	88%	77%									
Adverse (ng) scenario	HIGH	LOW	MEDIUM	LOW	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM	HIGH	LOW	LOW	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW								
Debt level (2035)	136	42	57	18	71	32	15	128	121	154	68	171	37	70	62	23	93	50	54	105	102	81	114	72	102	103	28									
Debt peak year	2035	2035	2035	2024	2035	2024	2024	2024	2024	2035	2035	2035	2024	2024	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025								
Fiscal consolidation space (%) - percentile rank of avg SPB 2025-	91%	95%	42%	71%	73%	62%	44%	45%	68%	100%	74%	66%	29%	81%	69%	73%	70%	90%	75%	96%	96%	17%	100%	52%	100%	87%	81%									
Financial stress scenario	HIGH	LOW	MEDIUM	LOW	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM	HIGH	LOW	LOW	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW								
Debt level (2035)	128	40	54	17	66	30	14	122	113	145	64	162	34	65	58	21	86	47	50	98	95	75	101	68	96	97	26									
Debt peak year	2035	2035	2035	2024	2035	2024	2024	2024	2024	2035	2035	2035	2024	2024	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025									
Fiscal consolidation space (%) - percentile rank of avg SPB 2025-	91%	95%	42%	71%	73%	62%	44%	45%	68%	100%	74%	66%	29%	81%	69%	73%	70%	90%	75%	96%	96%	17%	100%	52%	100%	87%	81%									
Lower SPB scenario	HIGH	LOW	MEDIUM	LOW	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM	HIGH	LOW	LOW	HIGH	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW								
Debt level (2035)	127	40	54	26	67	32	17	122	114	150	64	159	36	65	60	23	87	50	55	99	96	75	107	69	102	99	27									
Debt peak year	2035	2035	2035	2024	2035	2024	2024	2024	2024	2035	2035	2035	2024	2024	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025									
Fiscal consolidation space (%) - percentile rank of avg SPB 2025-	91%	95%	42%	30%	73%	63%	48%	46%	71%	100%	75%	67%	33%	81%	72%	76%	73%	100%	82%	97%	100%	100%	56%	100%	90%	81%										
Overall LONG-TERM risk category	HIGH	LOW	MEDIUM	LOW	MEDIUM	LOW	MEDIUM	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	HIGH	MEDIUM	LOW	MEDIUM	LOW	MEDIUM	LOW	MEDIUM	MEDIUM	HIGH	MEDIUM	LOW	HIGH	MEDIUM	LOW	HIGH	LOW								
S1 indicator	6.7	2.0	5.4	-0.5	2.1	0.2	-0.8	5.7	3.4	1.0	-0.1	1.0	1.5	4.6	7.3	6.0	8.7	3.4	4.2	4.8	2.0	4.7	6.0	7.8	3.1	1.0										
S2 indicator	5.4	1.2	3.6	-1.7	1.4	-0.3	-0.2	0.9	5.1	4.0	0.7	2.4	-0.3	1.6	3.5	2.2	4.2	3.7	1.9	3.5	4.4	0.0	5.8	4.4	6.5	1.8	0.8									

Source : Debt sustainability monitor 2024