

ECOCHARTS

FINANCES PUBLIQUES

Sous la contrainte de la remontée des taux d'intérêt

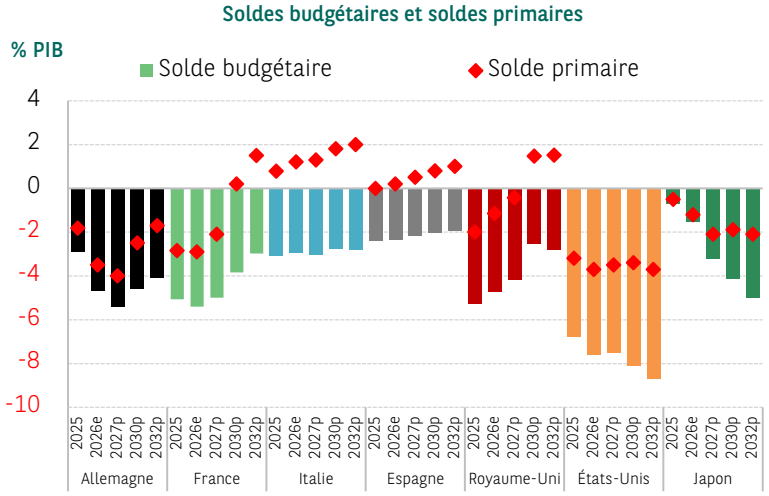
Novembre 2026

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Synthèse : la pression croissante des taux d'intérêt n'empêche pas le désendettement de plusieurs pays

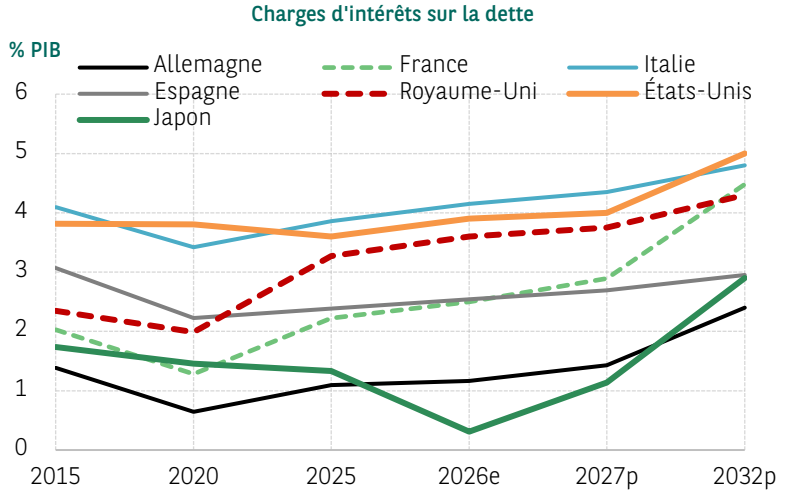
Une consolidation en Europe mais pas au Japon ni aux États-Unis



Sources : FMI, BNP Paribas

Les politiques budgétaires prennent des directions opposées. Aux États-Unis, le déficit public continuerait de se creuser, jusqu'à près de 9% du PIB en 2032 (dont 7,2% pour le déficit fédéral), faute d'effort sur le solde primaire. Le déficit public s'accroîtrait également en Allemagne (plans d'investissement) et au Japon (politiques pro-croissance). À l'inverse, le Royaume-Uni et la France (avec un risque d'écart par rapport au scénario central plus important en France) poursuivraient leur consolidation et retrouveraient un excédent primaire avant 2030. Le déficit budgétaire en Italie et en Espagne resterait sous les 3% du PIB. En Italie, l'excédent primaire serait largement absorbé par la charge d'intérêts.

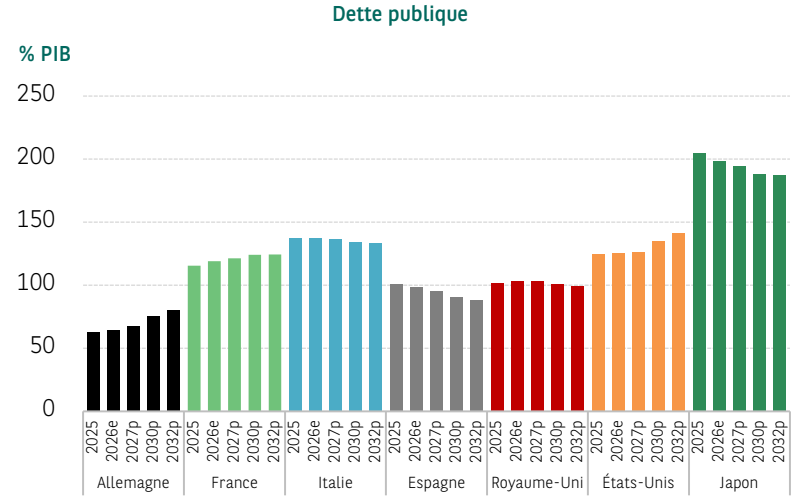
Une hausse généralisée des charges d'intérêts d'ici 2032



Sources : FMI, BNP Paribas

La charge d'intérêts augmenterait dans tous les pays, car la dette émise à taux bas arrive progressivement à échéance et doit être refinancée aux conditions actuelles. La France connaîtrait la hausse la plus marquée : sa charge doublerait d'ici 2032 et se rapprocherait du niveau italien. L'Allemagne et le Japon verraient aussi la charge plus que doubler à partir de niveaux bas. Les États-Unis atteindraient le niveau le plus élevé de l'échantillon (5 % du PIB). Signe d'un changement de régime, l'écart entre le taux apparent et la croissance nominale deviendrait défavorable dans la plupart des pays européens. La croissance ne pouvant pas, dans ces conditions, garantir seule la baisse des ratios de dette, des excédents primaires seront nécessaires.

Hausse des ratios de dette aux États-Unis, en Allemagne et en France mais recul ailleurs

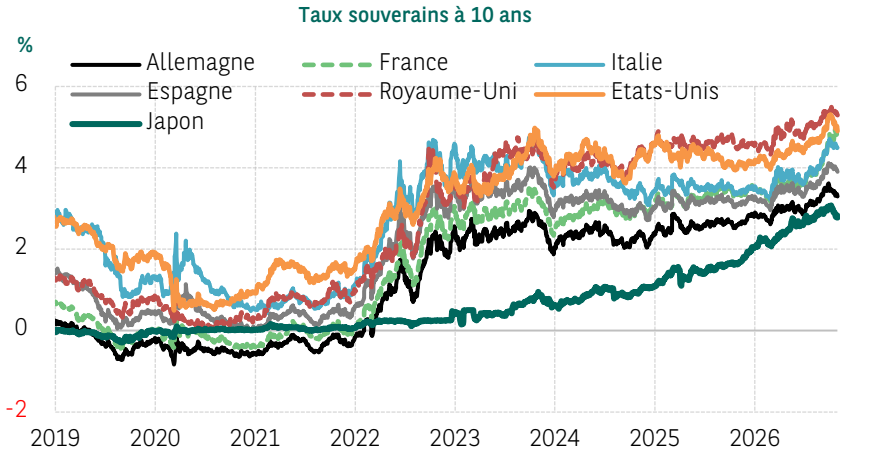


Sources : FMI, BNP Paribas

À l'horizon 2032, la dynamique d'endettement restera contrastée. La dette augmenterait fortement en Allemagne et aux États-Unis, où elle dépasserait le niveau de l'Italie dès 2030. En France, elle progresserait encore avant de se stabiliser en 2032, autour de 124,5% du PIB. À l'inverse, l'Espagne et le Japon réduiraient nettement leur endettement grâce à une croissance nominale soutenue et à une hausse plus modérée de leur charge d'intérêt. L'Italie et le Royaume-Uni connaîtraient un léger repli de leur endettement. Les risques restent orientés à la hausse : un choc combiné sur les taux et la croissance pèserait, surtout sur les pays aux besoins de financement les plus élevés, à commencer par les États-Unis et le Japon.

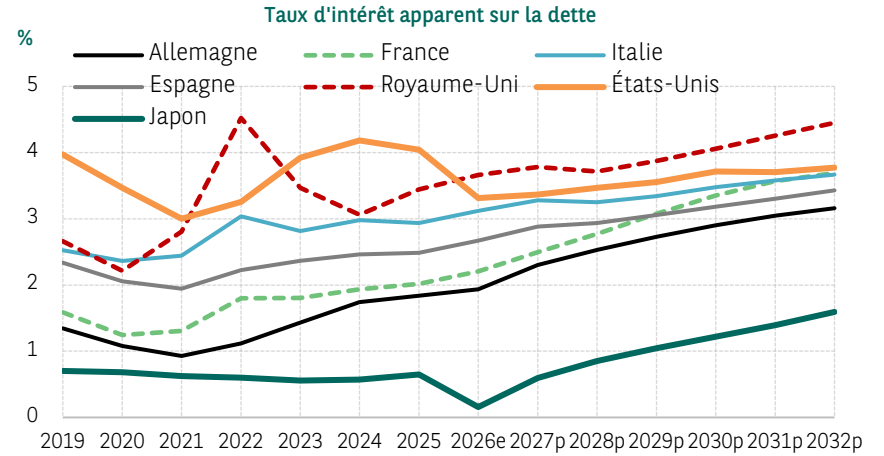
Le coût de la dette continuera de grimper

Un retour à des taux de marché inédits depuis 25 ans



Sources : FMI, Commission européenne, BNP Paribas

La remontée des taux de marché se transmet aux taux apparents



Sources : FMI, Commission européenne, BNP Paribas

	Date	Allemagne	France	Italie	Espagne	UK	US	Japon
Maturité résiduelle moyenne (années)	Sept. 2026	8.3	8.1	7.0	7.6	13.1	5.8	8.6
	Dec. 2019	8.0	7.8	6.9	7.6	15.7	5.7	8.0
Dette nette[1] (% du PIB)	2025	47.1	108.4	127.7	86.0	93.6	96.7	132.4
% dette à court terme (< 1 an)	2025	3.4	5.7	4.3	4.7	2.9	17.1	12.2
% détenu par les non-résidents	-	51.3	59.7	34.3	48.9	33.6	31.9	13.1
% indexée sur l'inflation	2025	2.1	8.9	8.8	5.4	22.3	5.6	0.0
% dette détenue par la Banque centrale	Sept. 2026	28.1	18.5	18.2	23.9	23.3	23.8	41.2
	Dec. 2019	33.3	21.4	18.1	24.9	23.0	15.0	43.7
Dépenses primaires (% du PIB)	2025	49.0	55.0	47.3	42.9	40.2	34.0	36.8
Recettes (% du PIB)	2025	47.2	52.2	48.1	42.9	38.2	30.5	36.3

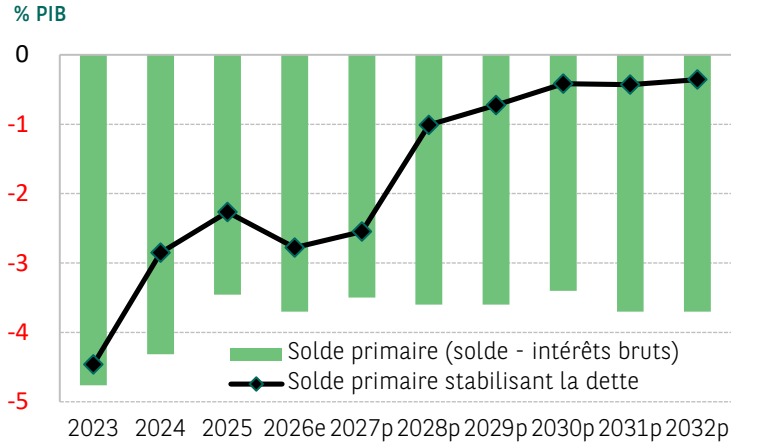
[1] *Dette nette: somme de tous les passifs diminuée des actifs financiers qui sont des instruments de dette (FMI)*

Sources : FMI, sources nationales, BNP Paribas

États-Unis : une dette publique en hausse sans volonté d'inflexion (1/2)

Un déficit primaire durablement élevé sans consolidation en vue

Solde primaire et solde stabilisant la dette

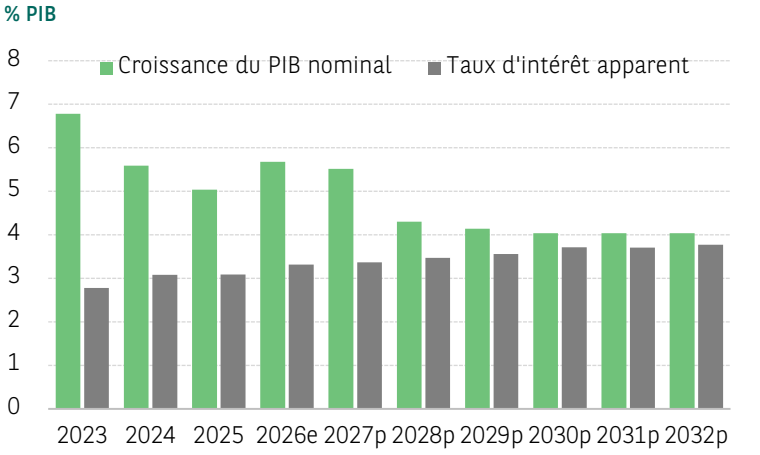


Sources : FMI, BNP Paribas

Le solde budgétaire primaire des États-Unis devrait rester nettement déficitaire à horizon 2032. Les facteurs démographiques (vieillissement) impliquent une détérioration structurelle par les volets santé et retraites de la dépense obligatoire, tandis que la consolidation ne semble pas figurer à l'agenda politique. En 2026, le déficit primaire se serait creusé à -3,7% du PIB contre -3,2% en 2025. Le principal facteur tient à des recettes tarifaires moins importantes qu'anticipé. Cela est lié aux remboursements des droits de douane perçus au titre de l'IEEPA (tarifs réciproques) et du remplacement progressif de ces derniers après que la Cour suprême y a mis fin. Cette volatilité devrait s'atténuer en 2027 et favoriser une légère amélioration à 3,5% du PIB.

Un différentiel taux-croissance de moins en moins favorable

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale

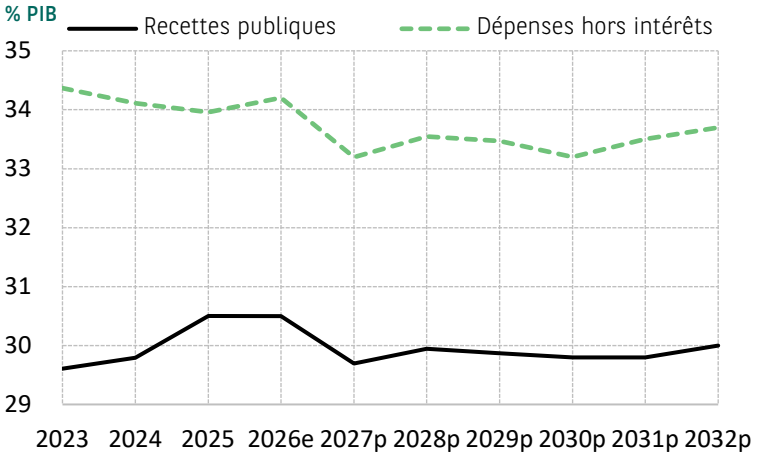


Sources : FMI, BNP Paribas

Pour l'heure, les États-Unis continuent de bénéficier d'une croissance nominale supérieure au taux d'intérêt apparent. Néanmoins, cet écart se refermerait quasi-intégralement d'ici à 2032. Deux effets entrent en jeu. D'une part, une normalisation de la croissance et de l'inflation, qui permettent aujourd'hui une forte croissance nominale (près de 6% aujourd'hui, plus proche de 4% à terme), vers leur niveau respectif de long terme. D'autre part, l'accroissement du taux d'intérêt apparent au fur et à mesure du refinancement de la dette, alors que la part importante d'émissions à court terme accélère la transmission des taux vers le service de la dette.

Un écart recettes/dépenses qui ne devrait pas s'atténuer

Recettes et dépenses hors intérêts



Sources : FMI, BNP Paribas

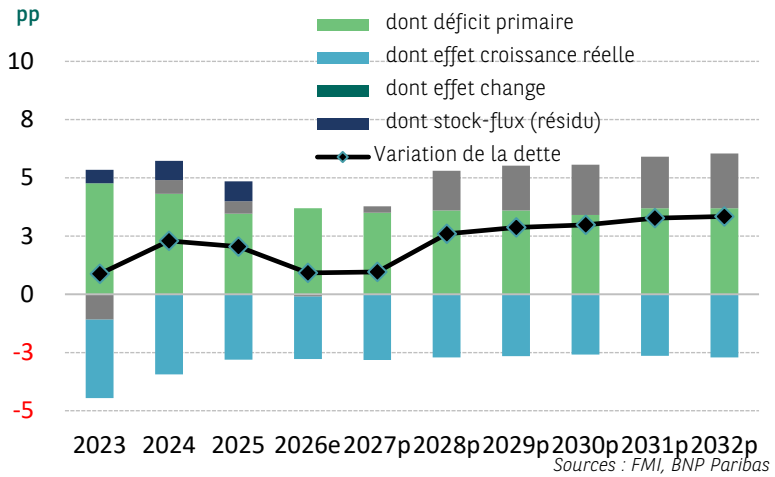
La dépense publique est soumise à une pression haussière structurelle à moyen terme. Le vieillissement de la population implique une hausse de la dépense obligatoire en matière de santé et de retraites. Les marges de manœuvre à la baisse sont limitées du point de vue de la dépense discrétionnaire fédérale. Côté recettes, des hausses d'impôts paraissent improbables à ce stade.

Sources : FMI, BNP Paribas

États-Unis : une dette publique en hausse sans volonté d'inflexion (2/2)

Une hausse de la dette qui s'accélère à partir de 2028

Contributions à la variation de la dette : scénario central

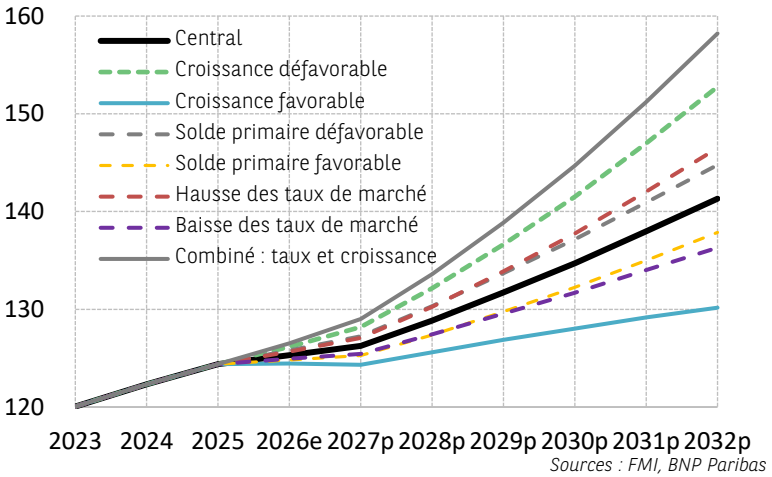


Sources : FMI, BNP Paribas

La dette publique américaine poursuivrait sa trajectoire haussière sur l'ensemble de notre horizon de projection. Elle atteindrait plus de 140% du PIB en 2032, contre moins de 125% en 2025, sur fond d'accélération du rythme de détérioration. Contenue à 1pp/an en 2026 et 2027, la hausse annuelle du ratio excèderait 3pp à partir de 2030. La persistance des déficits primaires en constituerait le premier moteur, alors que l'effet de compensation par la croissance s'estomperait. L'augmentation du taux d'intérêt réel, au fur et à mesure de la normalisation de l'inflation et du renchérissement du coût de la dette, jouerait également négativement sur le ratio.

Une dette en hausse dans tous les scénarios

Sensibilité de la dette publique



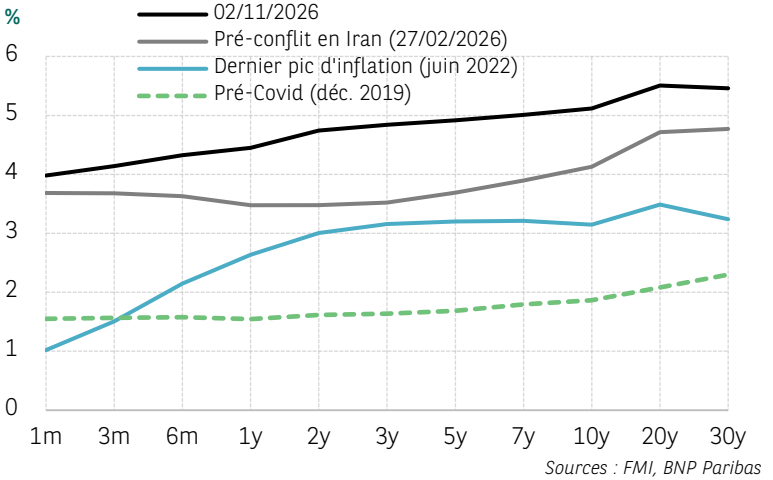
Sources : FMI, BNP Paribas

Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

Le ratio de dette/PIB des États-Unis est clairement soumis à des risques haussiers : il augmente quel que soit le scénario retenu. En effet, même l'hypothèse favorable en matière de croissance et d'inflation porterait l'endettement au-delà de 130% du PIB à horizon 2032. À l'inverse, la combinaison d'un choc de croissance et d'une hausse des taux le rapprocherait de 160% du PIB par réduction du PIB nominal et dégradation du solde primaire. Il ressort également une sensibilité marquée aux taux d'intérêt (plus de 145% en cas de choc de taux), la maturité relativement courte de la dette américaine accélérant la transmission.

Les taux longs poussés à la hausse par des facteurs multiples

Courbe des taux aux États-Unis



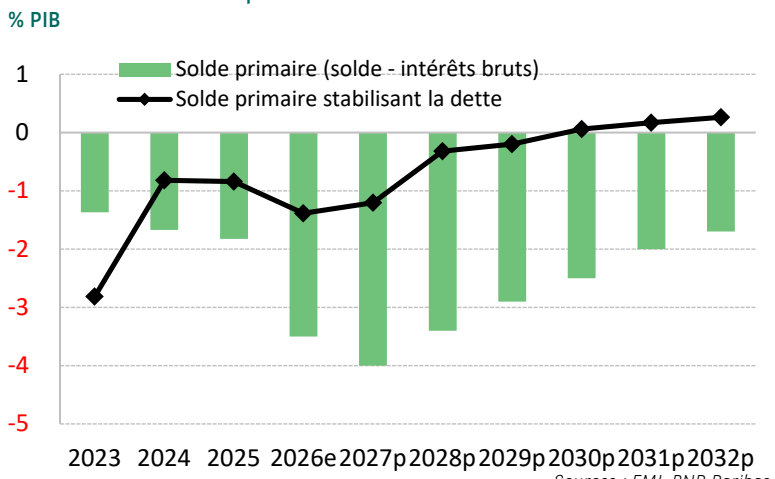
Sources : FMI, BNP Paribas

La courbe des taux s'est nettement déplacée vers le haut et présente désormais une pente positive sur l'ensemble des maturités. Sur la partie courte, le conflit en Iran a provoqué des anticipations d'une politique monétaire plus restrictive, qui apparaît dans le niveau du taux à 2 ans. Plusieurs facteurs, pas nécessairement d'ordre budgétaire, convergent vers la hausse des taux longs. Le dynamisme de la croissance américaine en est un, l'intensification de la concurrence pour attirer les capitaux en est un autre, sur fond d'essor de l'intelligence artificielle – secteur au fort besoin d'investissement. Enfin, la déformation de la typologie des investisseurs, avec une présence moindre des institutionnels, au profit d'acheteurs avec une vision plus court-termiste, participe de l'amplification du mouvement.

Allemagne : le tournant budgétaire alimente la hausse de la dette (1/2)

Un déficit primaire supérieur au niveau stabilisant la dette

Solde primaire et solde stabilisant la dette



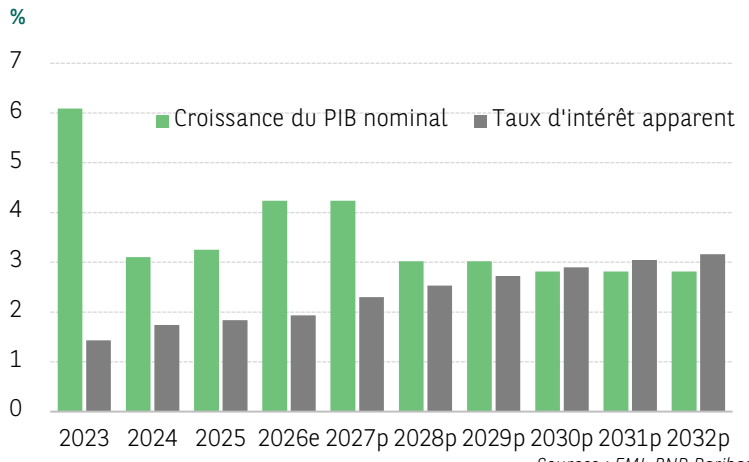
Sources : FMI, BNP Paribas

Le déficit primaire allemand devrait se creuser sensiblement en 2026 et 2027, sous l'effet de la montée en puissance des dépenses d'infrastructures et de défense, autorisée par l'assouplissement des règles budgétaires. Le solde primaire continuera de dépasser le solde stabilisant dans les années à venir malgré une réduction progressive du déficit à partir de 2028.

Compte tenu de la remontée progressive du taux d'intérêt apparent sur la dette sur l'horizon de prévision, l'amélioration du solde primaire devra s'accentuer pour permettre une stabilisation de la dette.

Un différentiel taux-croissance défavorable à partir de 2030

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale



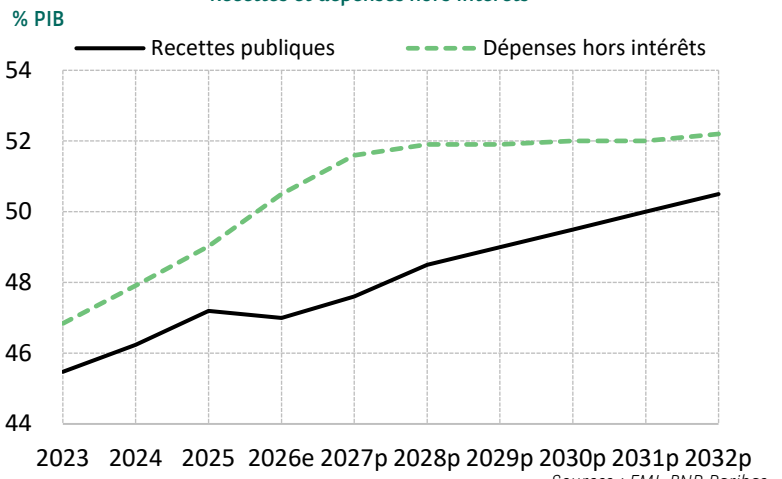
Sources : FMI, BNP Paribas

Après avoir bénéficié d'une croissance nominale nettement supérieure au taux d'intérêt apparent sur sa dette, l'Allemagne devrait voir la situation s'inverser à partir de 2030.

Le taux d'intérêt apparent augmenterait de 1,93% en 2026 à 3,16% en 2032, sous l'effet du refinancement progressif de la dette à des conditions moins favorables. Parallèlement, la croissance nominale ralentirait, passant de 4,2% en 2026 à 2,8% en 2032 en raison d'un ralentissement de la croissance réelle (de 1,3% en 2026 à 0,7% en 2032). Ainsi, le différentiel intérêt-croissance deviendrait progressivement défavorable, contribuant à accentuer la hausse du ratio de dette publique sur la fin de période.

À court terme, une forte hausse des dépenses primaires

Recettes et dépenses hors intérêts



Sources : FMI, BNP Paribas

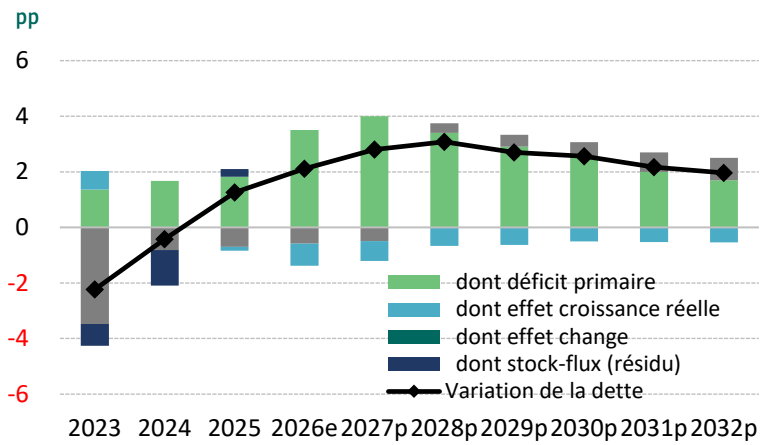
Sous l'effet des investissements en infrastructures et de l'effort accru en matière de défense, les dépenses publiques primaires (hors intérêts) devraient augmenter fortement à partir de 2026.

Si les recettes publiques devraient progresser également, notamment en raison de l'accélération de la croissance du PIB, leur hausse resterait insuffisante pour compenser celle des dépenses, entraînant un creusement du déficit primaire.

Allemagne : le tournant budgétaire alimente la hausse de la dette (2/2)

Le déficit primaire, principal moteur de la hausse de la dette publique

Contributions à la variation de la dette : scénario central



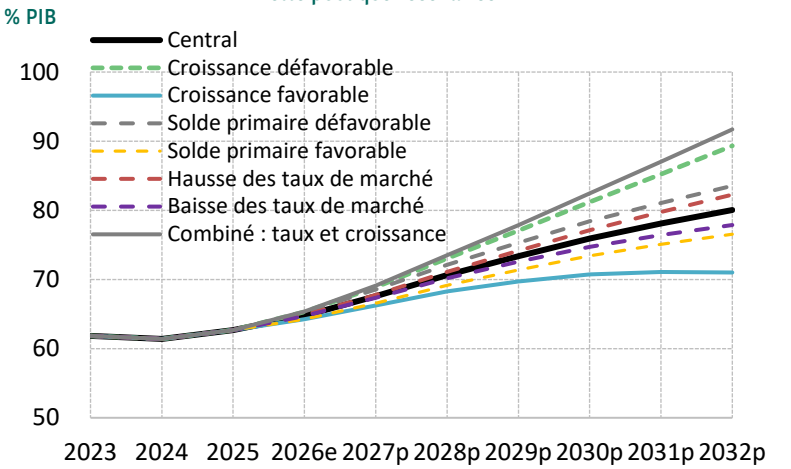
Sources : FMI, BNP Paribas

L'augmentation de la dette publique devrait rester modérée. La progression du ratio de dette publique serait principalement alimentée par les déficits primaires induits par la nouvelle orientation budgétaire. L'effet favorable de la croissance du PIB permettrait d'en atténuer partiellement l'impact, sans toutefois compenser la contribution positive des déficits et de la charge d'intérêts.

La dette publique allemande devrait atteindre 80% en fin de période de prévision (2032), contre 62,7% en 2025.

La dette augmentera même en cas d'hypothèse favorable

Dette publique : scénarios



Sources : FMI, BNP Paribas

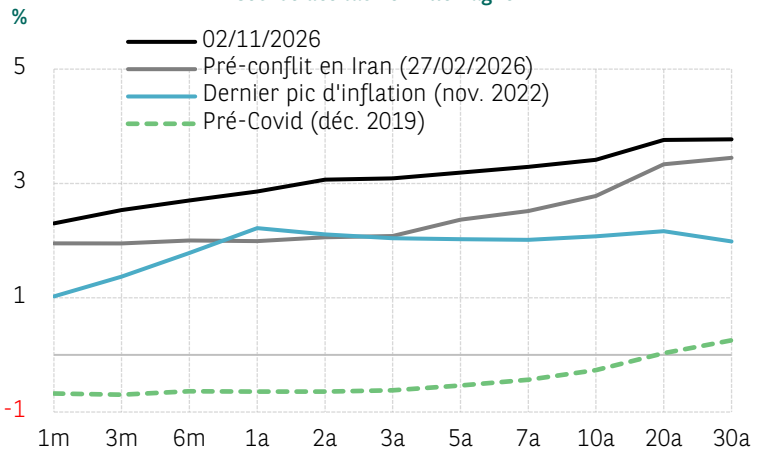
Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

La trajectoire de la dette est sensible aux hypothèses macroéconomiques et financières. Dans nos scénarios alternatifs défavorables, c'est la combinaison d'une croissance plus basse et d'une hausse des taux de marché qui aurait l'impact le plus défavorable. Ce scénario reste peu probable, la croissance allemande nous paraissant robuste.

À l'inverse, des hypothèses plus favorables sur la croissance, le solde primaire et les taux d'intérêt limiteraient la hausse de l'endettement, mais sans stabiliser le ratio de dette.

Un renchérissement notable des conditions de financement

Courbe des taux en Allemagne



Sources : FMI, BNP Paribas

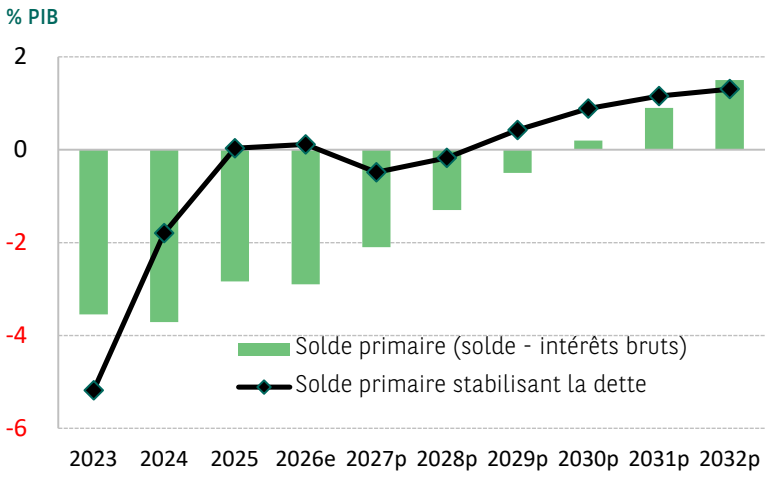
La courbe des taux s'est nettement déplacée vers le haut par rapport à ses niveaux antérieurs, particulièrement sur les maturités longues.

Cette évolution, conjuguée à l'augmentation des besoins de financement publics, devrait contribuer à une hausse progressive de la charge d'intérêts, à mesure que la dette existante arrive à échéance et est refinancée à des taux plus élevés.

France : des finances publiques pénalisées par une croissance faible (1/2)

Un déficit primaire trop élevé pour stabiliser la dette

Solde primaire et solde stabilisant la dette



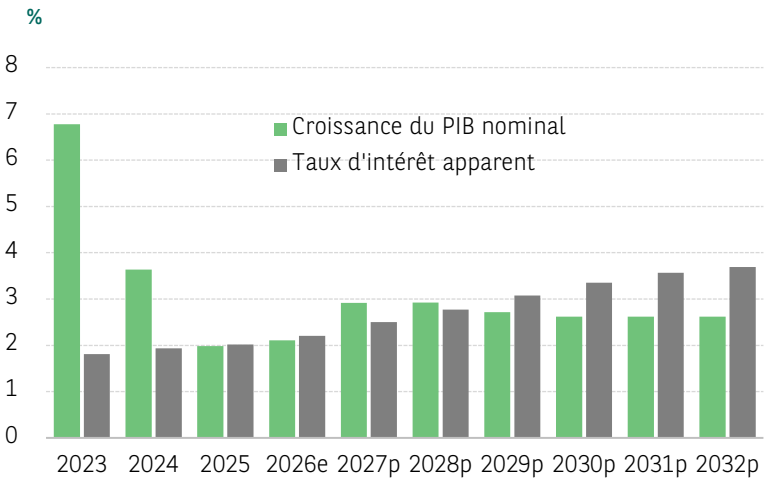
Sources : FMI, BNP Paribas

La réduction du déficit budgétaire primaire reste très partielle par rapport au niveau observé en 2024. Elle s'est interrompue en 2026 et l'écart entre le solde constaté et celui qui permettrait une stabilisation de la dette s'est même accentué.

Dans les prochaines années, le solde primaire devrait rester plus dégradé que le solde stabilisant. Le ratio de dette publique devrait donc continuer à augmenter. D'ici à 2032, l'effort à fournir pour stabiliser la dette devrait atteindre près de 4 points de PIB (soit EUR 140 mds). Pour parvenir à ce résultat, la France devra alors générer un excédent primaire.

Le taux d'intérêt apparent va dépasser la croissance dès 2028

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale



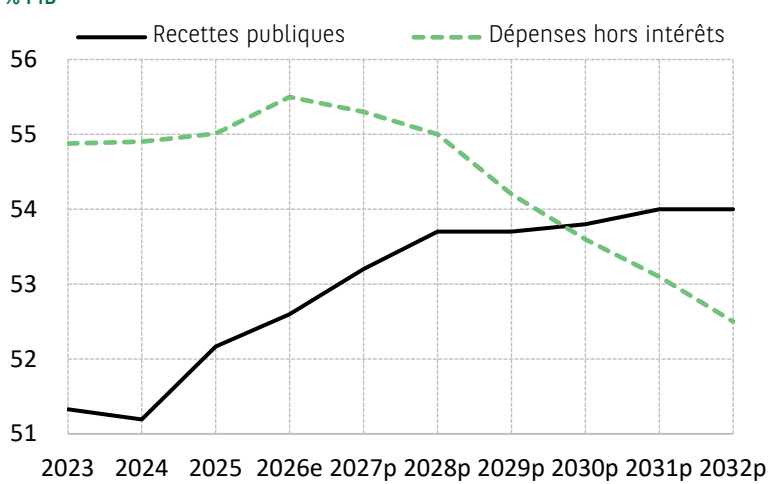
Sources : FMI, BNP Paribas

Le faible niveau de la croissance réelle en 2026 (0,3%) n'empêche pas la croissance nominale de rester supérieure au taux d'intérêt apparent (en raison de l'inflation). De plus, le rebond de ce dernier est très progressif (il atteint 2,2% en 2026) car une partie de la dette a été émise avec un taux d'intérêt très bas.

La remontée du taux d'intérêt apparent va accélérer. Les dettes actuellement émises le sont à un taux proche de 5%, alors que les dettes arrivant à échéance portent un taux inférieur à 1%. En conséquence, le taux apparent va continuer de croître et passer au dessus de la croissance nominale du PIB dès 2028.

La consolidation budgétaire passe par la hausse des recettes

Recettes et dépenses hors intérêts



Sources : FMI, BNP Paribas

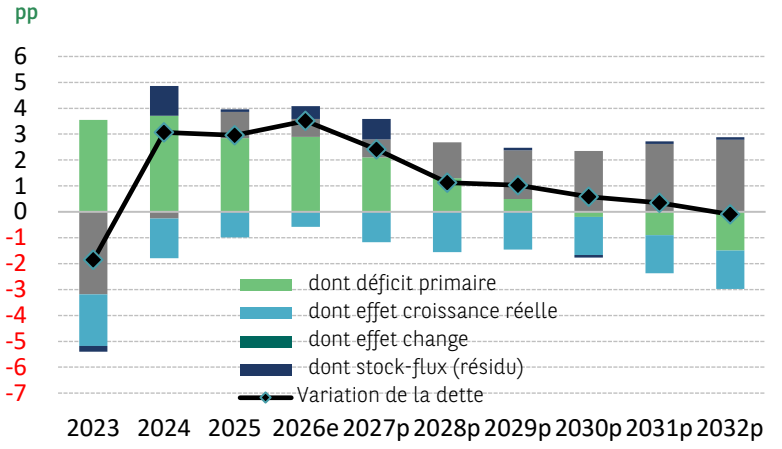
La consolidation des finances publiques repose jusqu'ici sur l'augmentation des recettes. Cela a été le cas en 2025, lorsque le gouvernement est parvenu à respecter sa cible de déficit. Les recettes continueraient d'augmenter en 2026 et 2027. Les dépenses ne diminueraient quasiment pas, en raison de la hausse des dépenses de défense et de l'indexation, mise en œuvre jusqu'ici, des dépenses sociales sur l'inflation.

Une baisse du poids des dépenses publiques dans le PIB apparaît nécessaire pour réduire le déficit public plus fortement. Toutefois, nous ne l'anticipons pas avant 2028, le gouvernement actuel ne disposant pas de la majorité à l'Assemblée nationale nécessaire pour faire adopter une telle politique.

France : des finances publiques pénalisées par une croissance faible (2/2)

Une hausse de la dette causée par les déficits

Contributions à la variation de la dette : scénario central



Sources : FMI, BNP Paribas

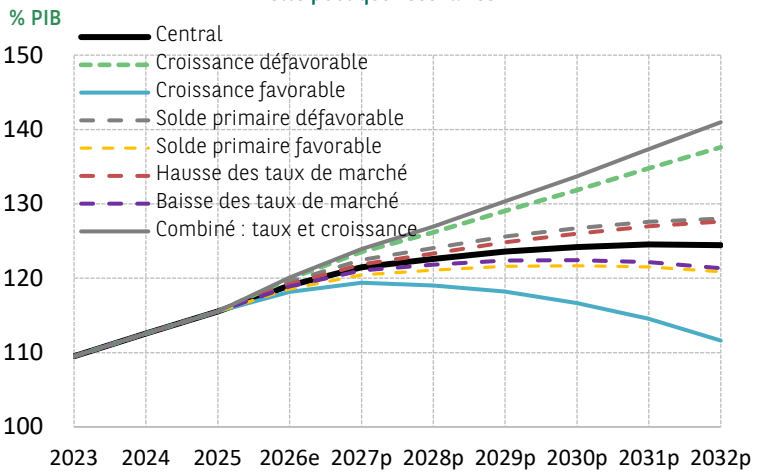
Le déficit primaire élevé est la principale cause de la hausse du ratio de dette publique (+3,3 points de PIB en 2026). Cela devrait toujours être le cas en 2027.

Le net ralentissement de la croissance pèse également puisque, depuis 2025, cette dernière atténue nettement moins la hausse du ratio de dette publique.

Le taux d'intérêt apparent réel joue encore assez peu dans la dynamique de la dette. Son rôle se renforcera à partir de 2028 (avec le reflux anticipé de l'inflation) et deviendra, à terme, le premier contributeur à la hausse du ratio de dette publique. À partir de 2030, des excédents primaires seront en conséquence la condition nécessaire pour stabiliser la dette publique.

Ratio de dette publique : les risques haussiers prédominent

Dette publique : scénarios



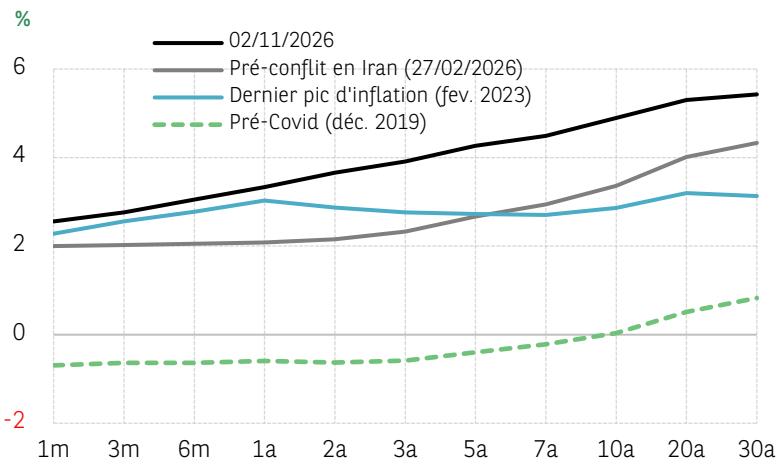
Sources : FMI, BNP Paribas

Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

Notre scénario central anticipe une augmentation de la dette publique jusqu'à 124,5% du PIB en 2032, niveau auquel elle se stabiliserait. Toutefois, ce scénario suppose une nette réduction du déficit public entretemps avec un excédent primaire de 1,5% du PIB en 2032. Selon nos calculs, **le report d'une année de cette consolidation** (comme en 2026 où le déficit public n'a pas diminué) **impliquerait une hausse additionnelle du ratio de dette publique de 2 pp en 2032**. Si une croissance plus élevée permettrait de stabiliser le ratio de dette plus rapidement, les risques apparaissent modérément orientés à la baisse à court terme.

La hausse des taux est conséquente et s'est accélérée

Courbe des taux en France



Sources : FMI, BNP Paribas

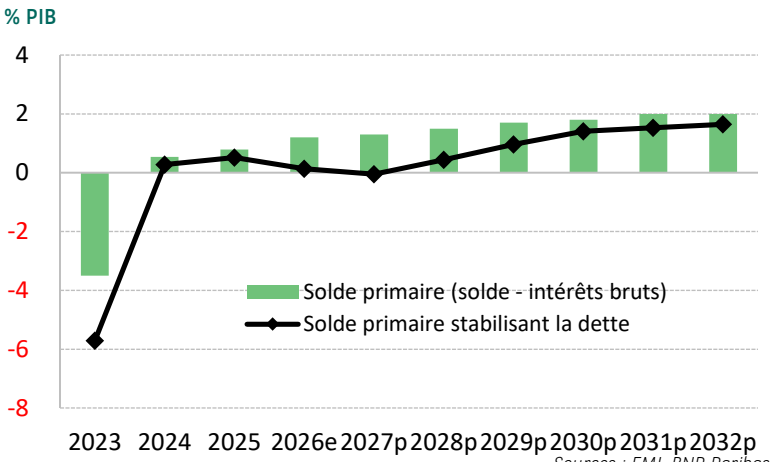
La remontée des taux d'intérêt s'est encore accentuée depuis le déclenchement du conflit au Moyen-Orient. Ce phénomène est en partie commun à l'ensemble des pays avancés en raison du rebond des anticipations d'inflation. Toutefois, la France a vu son *spread* augmenter pour atteindre 160 pb fin octobre (175 pb à son pic) vis-à-vis de l'Allemagne.

La remontée des taux courts reste modérée en raison de la hausse graduelle des taux de la BCE. La hausse des taux longs est plus franche, soulignant les interrogations du marché concernant l'objectif de consolidation affiché par le gouvernement. Cette hausse ne se transmettra que graduellement au taux d'intérêt apparent en raison de la maturité moyenne relativement élevée de la dette publique (un peu plus de 8 ans).

Italie : une stabilisation de la dette encore fragile (1/2)

Un excédent primaire croissant

Solde primaire et solde stabilisant la dette

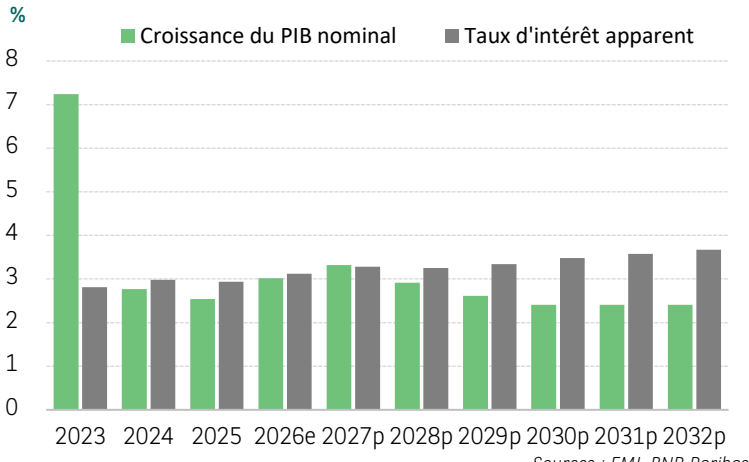


Sources : FMI, BNP Paribas

Après son retour en territoire positif depuis 2024, le solde primaire italien devrait continuer de s'améliorer. Il est passé d'un déficit de 3,5% en 2023 à un excédent de 1,2% attendu cette année grâce à la suppression des mesures de soutien mises en place après la pandémie, du revenu de citoyenneté et du dispositif de « *Superbonus* ». L'excédent primaire s'accentuerait pour atteindre 2% à l'horizon 2032.

Vers une croissance insuffisante pour compenser la hausse des taux

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale



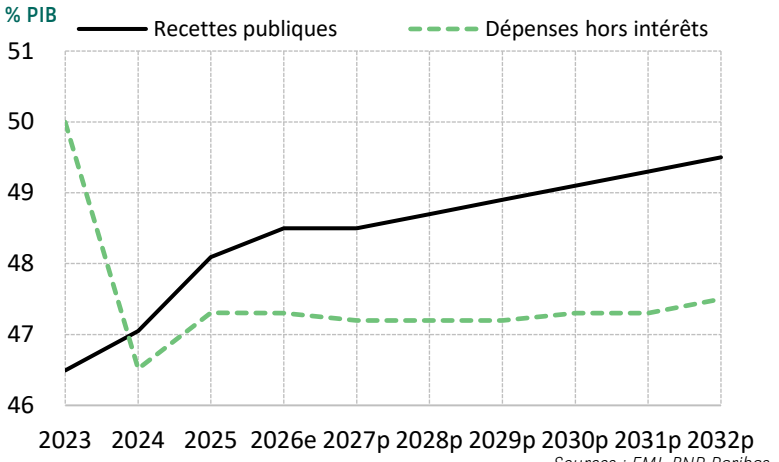
Sources : FMI, BNP Paribas

La faiblesse de la croissance nominale et la hausse progressive du taux d'intérêt apparent sur la dette continueraient de peser sur les finances publiques italiennes. Après une amélioration temporaire en 2026 et 2027, la croissance nominale ralentirait, passant de 3,3% en 2027 à 2,4% en 2032. Parallèlement, le taux d'intérêt apparent augmenterait progressivement, pour atteindre 3,67% en 2032 (contre 3,12% en 2026).

Cet écart défavorable à partir de 2028 rendrait nécessaire le maintien d'excédents primaires signifiatifs pour stabiliser le ratio de dette public.

Hausse des recettes, sagesse des dépenses

Recettes et dépenses hors intérêts



Sources : FMI, BNP Paribas

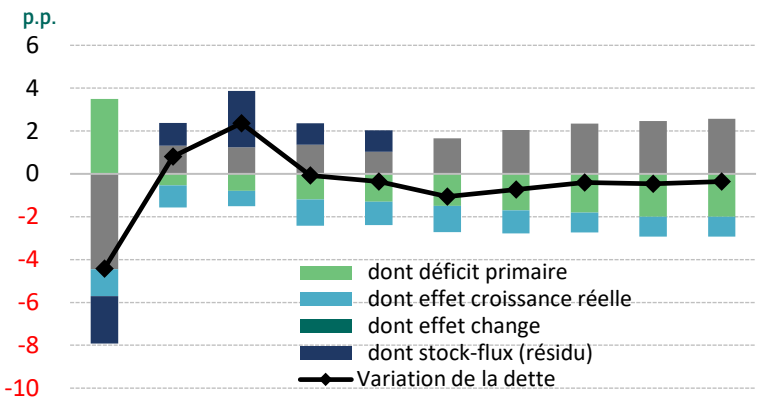
La progression des recettes publiques à un niveau supérieur aux dépenses (hors charge d'intérêts) permettra à l'Italie de consolider progressivement son excédent primaire et de contenir la hausse de la dette publique.

Les recettes publiques resteront supérieures aux dépenses hors intérêts dans le cadre des efforts de consolidation budgétaire et du respect des règles européennes malgré les pressions exercées, notamment par les dépenses de retraite et de défense.

Italie : une stabilisation de la dette encore fragile (2/2)

Les excédents primaires compensent l'impact des taux élevés

Contributions à la variation de la dette : scénario central



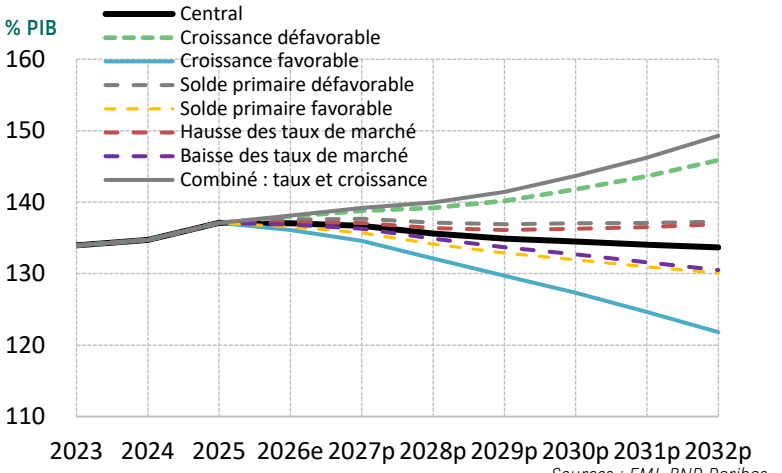
Sources : FMI, BNP Paribas

Après une hausse du ratio de dette en 2024 et 2025, notamment sous l'effet d'ajustements stock-flux importants liés au dispositif « *Superbonus* », **la dette publique italienne devrait progressivement se stabiliser.**

Le ratio de dette atteindrait 137% du PIB en 2026, puis baisserait à 133,7% à la fin de notre horizon de prévision (en 2032) à la faveur de la croissance nominale et des excédents primaires compensant la charge d'intérêts, qui s'accroîtra toutefois à partir de 2029.

Une stabilisation de la dette qui dépend des hypothèses macroéconomiques

Sensibilité de la dette publique



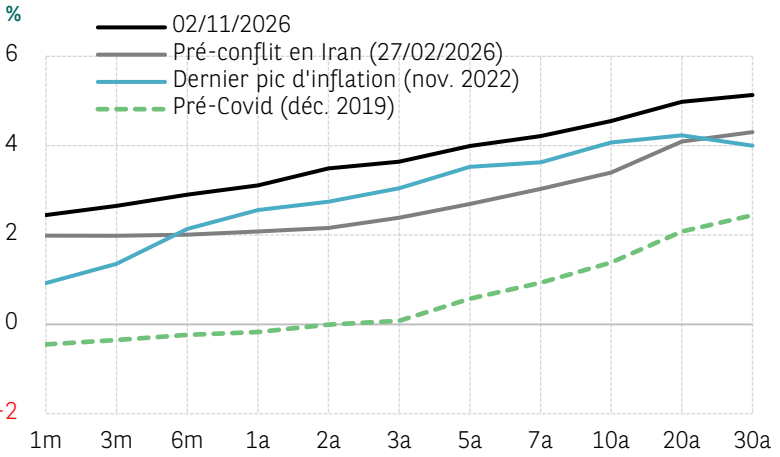
Sources : FMI, BNP Paribas

Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

Malgré sa stabilisation progressive sur notre horizon de prévision, la dette publique italienne devrait rester l'une des plus élevées de la zone euro. La trajectoire de notre scénario central demeure particulièrement sensible aux hypothèses retenues : un ralentissement de la croissance, une hausse des taux d'intérêts plus importante qu'anticipé ou une dégradation du solde primaire pourraient entraîner une nouvelle augmentation de l'endettement italien. À l'inverse, des conditions plus favorables permettraient d'engager une réduction plus marquée du ratio de dette.

Des conditions de financement durablement plus coûteuses

Courbe des taux en Italie



Sources : FMI, BNP Paribas

Depuis le début de l'année, les taux d'intérêt ont augmenté et la courbe des taux s'est pentifiée. La pente actuelle est proche de celle observée sur la période pré-Covid, bien qu'à un niveau nettement plus élevé.

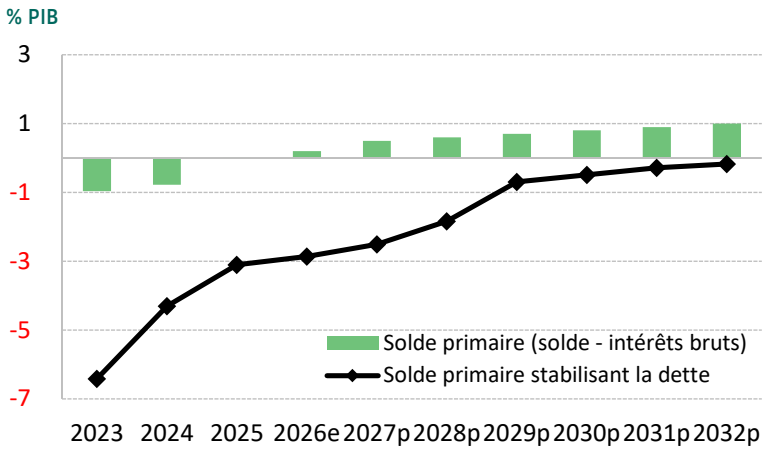
Le refinancement progressif de la dette à des taux plus élevés devrait continuer d'alourdir la charge d'intérêts, limitant les marges de manœuvre budgétaires.

Sources : FMI, BNP Paribas

Espagne : un désendettement soutenu par la croissance (1/2)

L'excédent primaire permet la baisse du ratio de dette publique

Solde primaire et solde stabilisant la dette



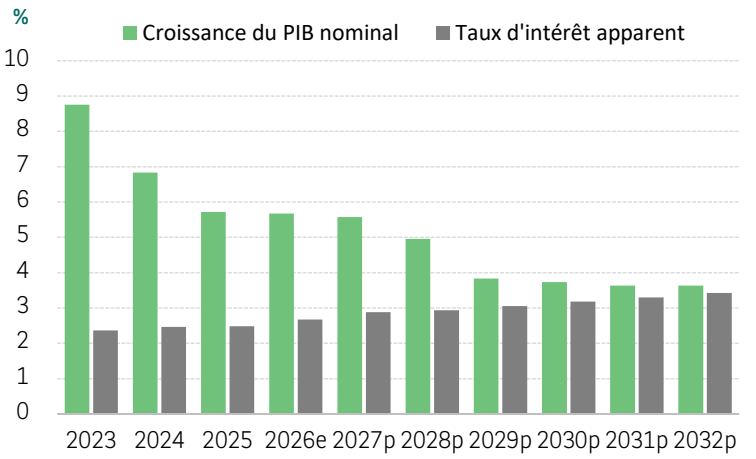
Sources : FMI, MINECO, BNP Paribas

Des excédents primaires en hausse constante devraient être enregistrés jusqu'en 2032 (atteignant alors +1% du PIB). Au-delà de l'impact temporaire des mesures de soutien énergétique de 2026, la discipline budgétaire permettrait de maintenir cet excédent.

Ce solde primaire, maintenu au-dessus du solde stabilisant, assurerait une diminution continue du ratio de dette publique. À partir de 2029, l'écart entre les deux se resserrera, ce qui se traduirait par une décélération du désendettement à moyen terme.

Les taux devraient rattraper la croissance sans la dépasser

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale



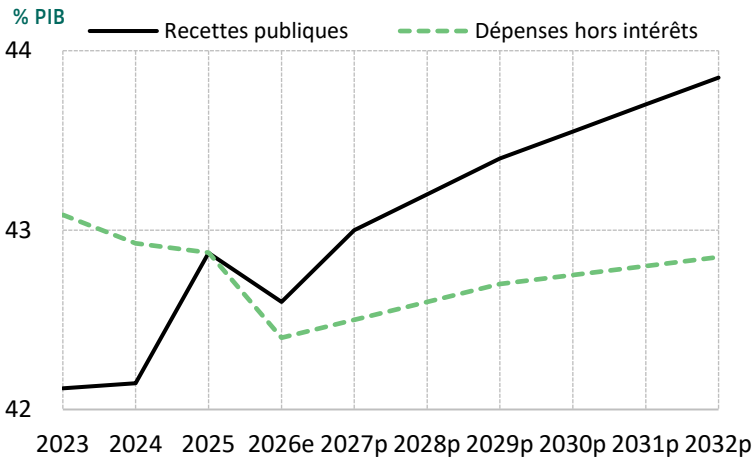
Sources : FMI, MINECO, BNP Paribas

La croissance nominale devrait rester supérieure au taux d'intérêt apparent sur la dette publique tout au long de l'horizon de prévision. Malgré son ralentissement progressif, de 5,7% en 2026 à 3,6% en 2032, elle continuerait de bénéficier d'une croissance réelle dynamique (1,9% en moyenne) et d'une inflation supérieure à 2%. Parallèlement, le taux d'intérêt apparent augmenterait progressivement sous l'effet du refinancement de la dette à des taux plus élevés.

Le maintien d'un écart positif entre la croissance nominale et le taux d'intérêt apparent contribuera à réduire le ratio d'endettement public, bien que cet effet s'atténuera avec le temps.

La croissance soutient les recettes publiques

Recettes et dépenses hors intérêts



Sources : FMI, MINECO, BNP Paribas

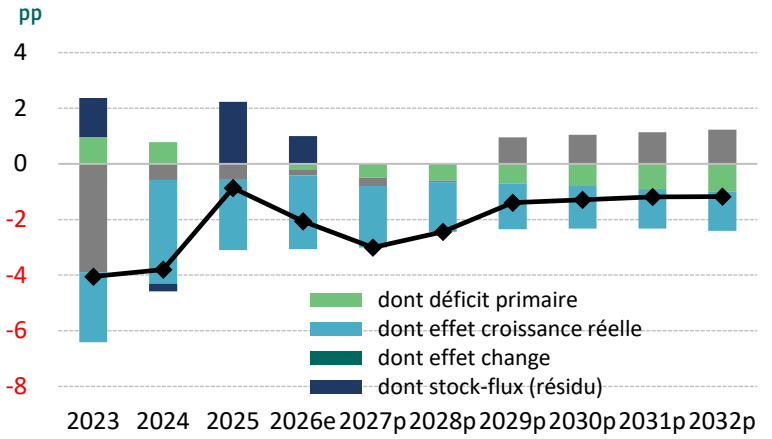
Les dépenses publiques hors intérêts affichent une hausse légère à environ 42,9% du PIB jusqu'en 2032. Parallèlement, les recettes devraient croître, soutenues par la dynamique du marché du travail, une consommation résiliente et un recouvrement fiscal efficace.

L'absence de majorité au Parlement a restreint les marges de manœuvre en matière de dépenses. Le budget 2023 a été reporté sur la période 2024-2026, entraînant une réduction des dépenses discrétionnaires. La hausse des dépenses de défense reste contenue car l'Espagne a obtenu une dérogation à l'objectif de 5% fixé par l'OTAN; elles sont maintenues à 2,1% du PIB, niveau atteint en 2025. Toutefois, ces contraintes seront atténuées si le plafond de dépenses plus élevé, prévu dans le budget 2027, est mis en œuvre.

Espagne : un désendettement soutenu par la croissance (2/2)

Un désendettement porté par la croissance

Contributions à la variation de la dette, scénario central



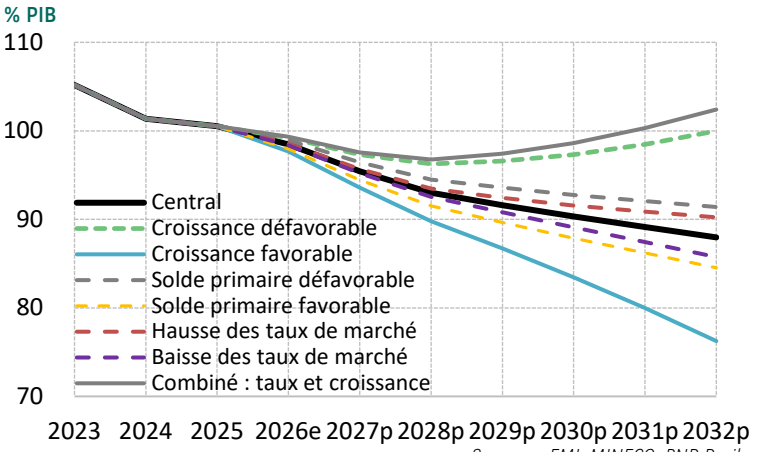
Sources : FMI, MINECO, BNP Paribas

La forte croissance, conjuguée à une évolution favorable du solde primaire, favorise la réduction continue de la dette publique tout au long de la période de prévision. Toutefois, cette baisse devrait s'atténuer à partir de 2027.

À partir de 2029, les taux d'intérêts réels deviendraient pénalisants. Malgré des coûts de financement plus élevés, le solde primaire restera positif et continuera de soutenir la réduction de la dette.

La dette diminuera sauf si une très mauvaise surprise sur la croissance survient

Sensibilité de la dette publique



Sources : FMI, MINECO, BNP Paribas

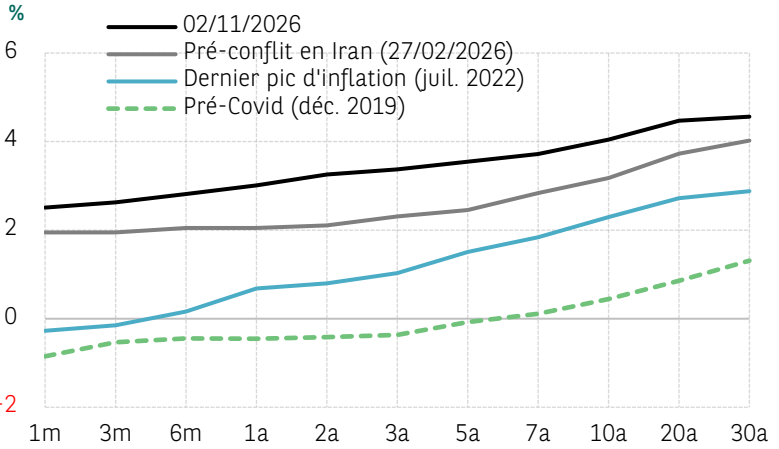
Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

Selon notre scénario central, la dette publique passera sous la barre des 90% du PIB dès 2030 après 100,5% en 2025, pour atteindre 88% en 2032. Cette évolution confirme la persistance d'une trajectoire à la baisse, même si les conditions macroéconomiques évoluent.

La dynamique de la croissance reste le facteur clé : à la fois principal risque et source d'opportunité pour la trajectoire d'endettement. Dans la majorité des scénarios, le désendettement se poursuivrait, tandis que le scénario le plus défavorable, combinant une hausse des taux du marché et une croissance défavorable, est le seul cas dans lequel la dette publique dépasserait à nouveau 100% du PIB dès 2031.

Une hausse des taux de marchés

Courbe des taux en Espagne



Sources : FMI, MINECO, BNP Paribas

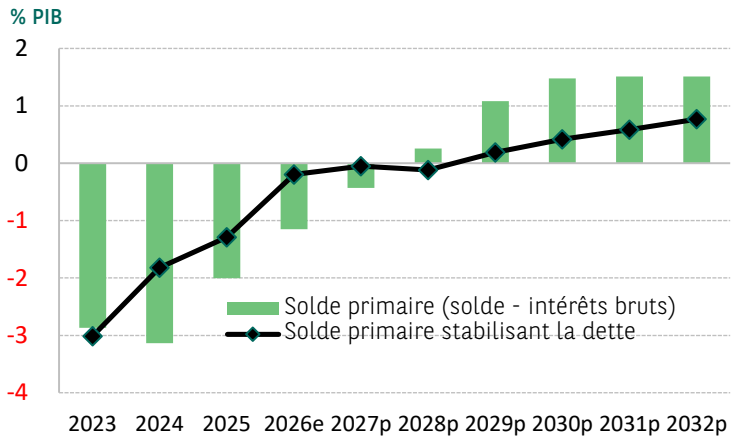
La courbe des taux s'est déplacée vers le haut depuis le début du conflit en Iran, avec la hausse la plus marquée sur le segment 2-5 ans.

Les coûts de financement subissent une pression progressive, la hausse des taux se répercutant lentement mais sûrement sur la charge d'intérêts. Le coût moyen de la dette devrait continuer à augmenter à mesure que le stock de dette arrivant à échéance sera renouvelé à des taux d'intérêt plus élevés.

Royaume-Uni : la consolidation budgétaire reste engagée (1/2)

Retour à l'excédent primaire dès 2028

Solde primaire et solde stabilisant la dette



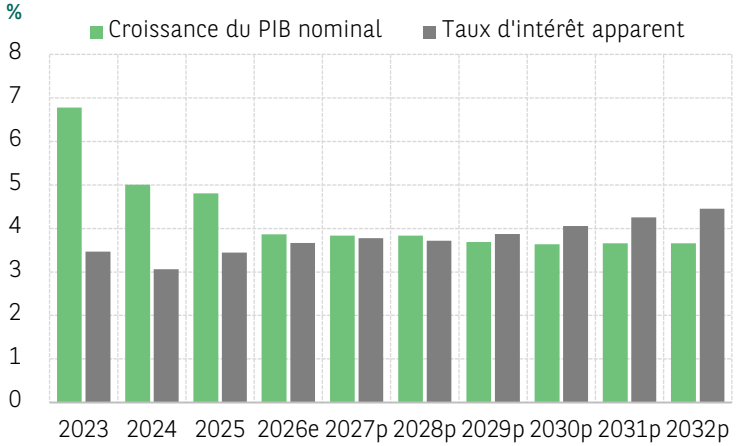
Sources : FMI, BNP Paribas

Le solde primaire britannique devrait redevenir excédentaire à partir de 2028, poursuivant la trajectoire de consolidation des finances publiques engagée par le précédent gouvernement travailliste.

Après s'être amélioré de près de 2 points de PIB entre 2024 (-3,1%) et 2026 (attendu à -1,1%), il resterait déficitaire en 2027, notamment sous l'effet des mesures temporaires de soutien face au choc énergétique. L'excédent primaire attendu à partir de 2028 devrait dépasser le solde stabilisant la dette dès 2029, permettant d'enclencher une baisse progressive du ratio d'endettement.

Le taux apparent passera au-dessus de la croissance dès 2029

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale



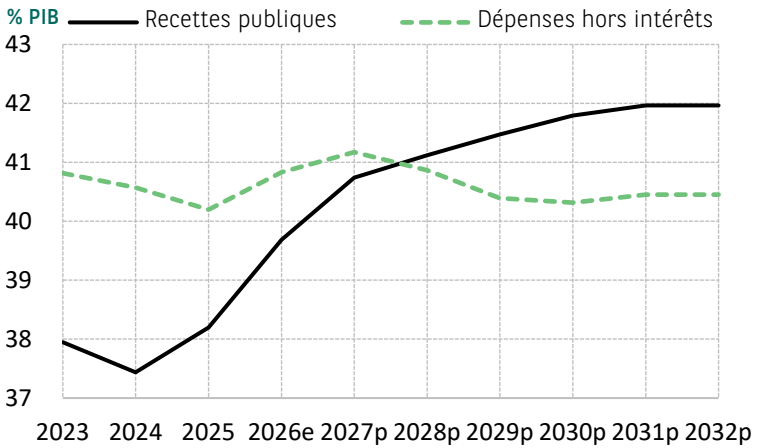
Sources : FMI, BNP Paribas

La hausse des taux d'intérêt devrait progressivement se transmettre au taux apparent de la dette publique britannique, qui passerait d'environ 3,5% en 2025 à près de 4,5% à l'horizon 2032.

À partir de 2029, le taux d'intérêt apparent excéderait la croissance nominale, contribuant à accroître l'effet « boule de neige » de la dette. Dans ce contexte, le maintien de la soutenabilité des finances publiques reposera sur la poursuite de la consolidation budgétaire et la matérialisation d'excédents primaires suffisants pour compenser cet effet.

La consolidation repose d'abord sur la hausse des recettes

Recettes et dépenses hors intérêts



Sources : FMI, BNP Paribas

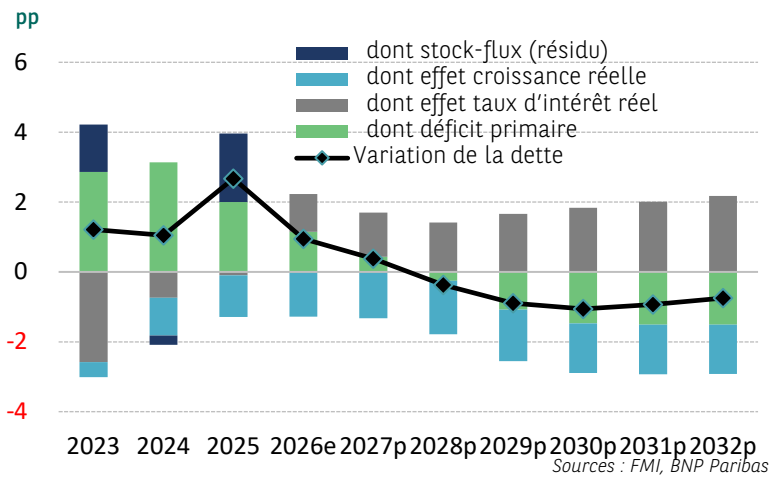
La consolidation budgétaire britannique devrait reposer principalement sur une hausse structurelle des recettes fiscales, dont le poids dans le PIB atteindrait un niveau historiquement élevé (42% en 2032), et sur une modération relative des dépenses après le milieu de la décennie.

La progression des recettes serait notamment soutenue par le gel des seuils fiscaux et les mesures fiscales ciblées. Les dépenses de prestations sociales augmenteraient légèrement en part du PIB, sous l'effet des pensions et des prestations liées à la santé, mais cette hausse resterait inférieure au recul attendu des budgets ministériels.

Royaume-Uni : la consolidation budgétaire reste engagée (2/2)

La consolidation budgétaire est essentielle pour stabiliser le ratio de dette

Contributions à la variation de la dette : scénario central



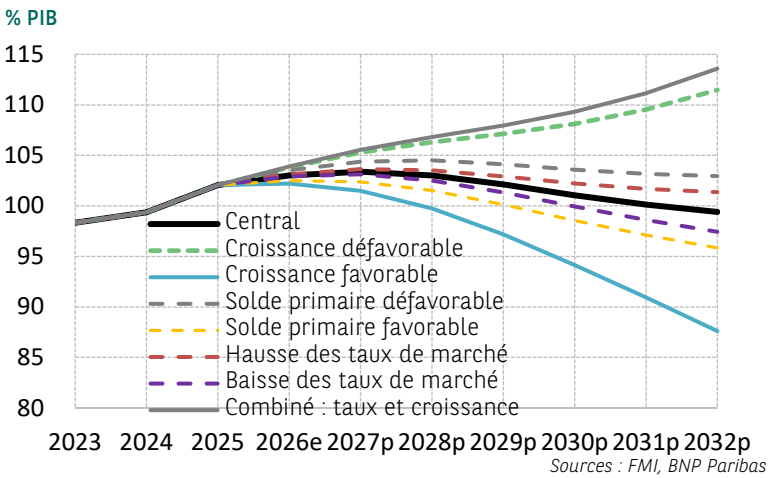
Sources : FMI, BNP Paribas

Le ratio de dette publique brute sur PIB augmenterait marginalement en 2026-2027, sous l'effet du soutien budgétaire temporaire face au choc énergétique, du ralentissement de la croissance et de la hausse de la charge d'intérêts.

À partir de 2028, la consolidation budgétaire devrait reprendre et permettre une décrue progressive du ratio de dette malgré l'alourdissement du service de la dette, assurant le respect des objectifs budgétaires du gouvernement britannique (qui prévoit un excédent du budget courant et la baisse de la dette nette financière du secteur public en pourcentage du PIB en 2029-2030).

Un décrochage de la croissance est le principal risque pour la dette publique

Sensibilité de la dette publique



Sources : FMI, BNP Paribas

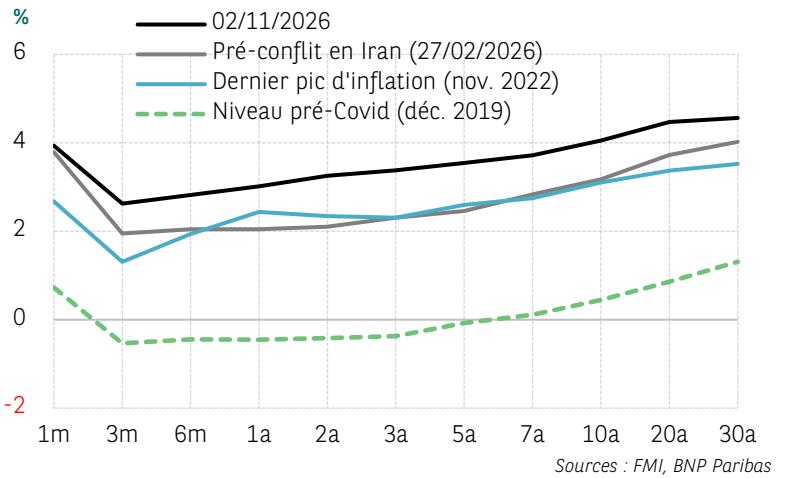
Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

La réduction du ratio d'endettement resterait relativement limitée. Elle passerait de 103 % du PIB en 2027 à 97 % en 2032.

Sa trajectoire demeure fortement tributaire des hypothèses macroéconomiques, en particulier de croissance. La hausse des taux pèserait également sur la dynamique de la dette, mais son effet serait progressif et atténué par la maturité longue (13 ans). En revanche, une croissance inférieure à celle anticipée dans notre scénario central entraînerait une nouvelle hausse de l'endettement.

La remontée des taux reste graduelle

Courbe des taux au Royaume-Uni



Sources : FMI, BNP Paribas

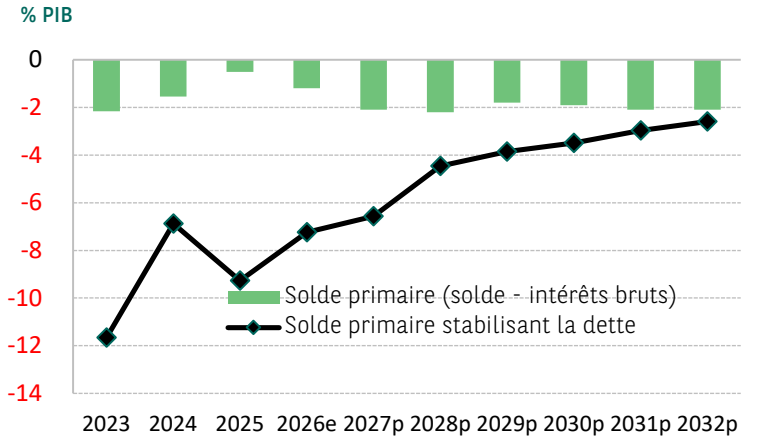
La hausse des taux devrait se répercuter progressivement sur la charge d'intérêts compte tenu de la maturité moyenne élevée de la dette britannique (environ 13 ans). À court terme, cette transmission sera tout de même accélérée par la part importante de dette indexée sur l'inflation (environ 23 %) qui expose directement la charge d'intérêts au choc énergétique.

La remontée des taux s'accompagne de la pentification de la courbe, dans le contexte de hausse de la prime de terme et de persistance des besoins de financement publics malgré la consolidation budgétaire.

Japon : une politique budgétaire modérément expansionniste (1/2)

Déficit primaire persistant mais soutenable

Solde primaire et solde stabilisant la dette



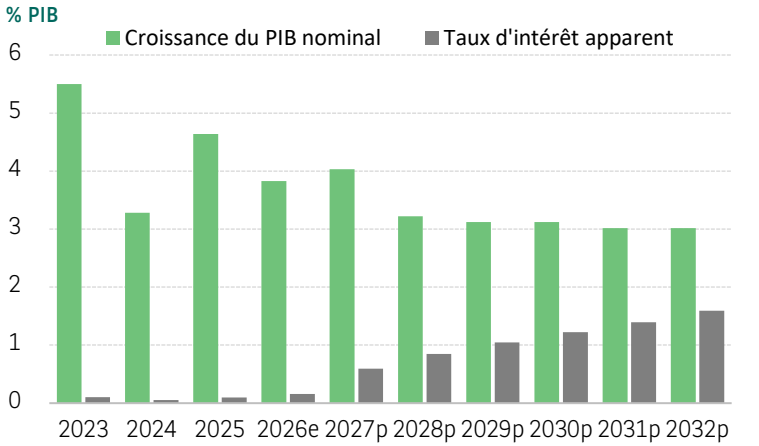
Sources : FMI, BNP Paribas

Le solde primaire japonais s'est détérioré en 2026 à -1,2% du PIB. Cela met fin à cinq années consécutives d'amélioration. Une nouvelle détérioration est attendue en 2027 au-delà de -2% du PIB de déficit, notamment en raison de la suspension de la taxe sur la consommation alimentaire.

Le gouvernement a déplacé son ancrage budgétaire d'un objectif de consolidation (excédents primaires) à un objectif de soutenabilité (pas de hausse du ratio dette/PIB). Au-delà de 2028, le déficit primaire se maintiendrait autour de -2% du PIB. Il resterait plus modéré que le déficit stabilisant la dette, mais la marge serait de plus en plus étroite.

Un différentiel taux-croissance favorable

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale

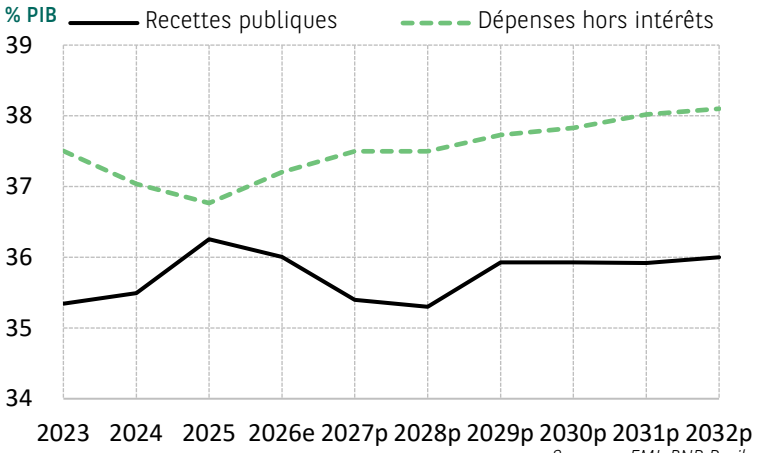


Sources : FMI, BNP Paribas

Le Japon continuerait de bénéficier d'une croissance nominale supérieure au taux d'intérêt apparent sur sa dette, mais cet avantage s'éroderait progressivement. Quasi-nul jusqu'en 2026, le taux apparent approcherait 1,6% en 2032, à mesure que le refinancement de la dette se fera à des taux plus élevés sur fond de normalisation monétaire. La croissance nominale resterait soutenue, autour de 3%, portée par le nouveau régime de croissance et d'inflation. Le différentiel r – g resterait donc favorable, mais de moins en moins, ce qui réduirait la marge entre solde primaire et solde stabilisant.

Des pressions structurelles et politiques sur la dépense

Recettes et dépenses hors intérêts



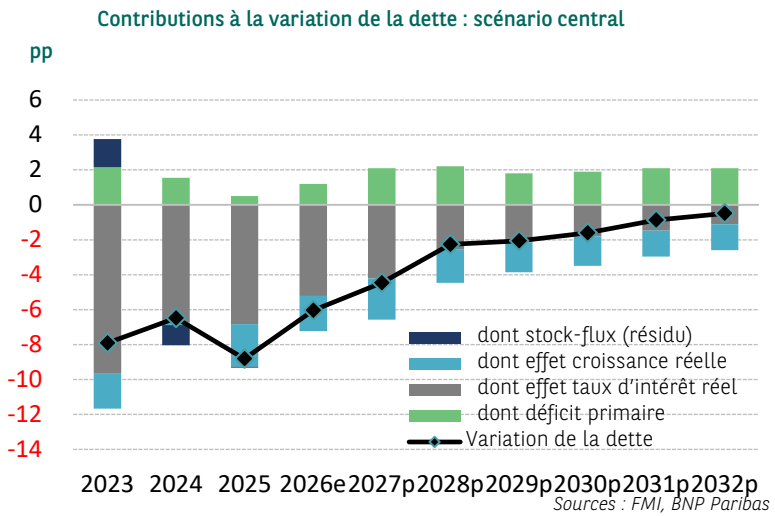
Sources : FMI, BNP Paribas

Les recettes publiques diminueraient en 2027-2028 sous l'effet des baisses d'impôts (suspension de la taxe sur les produits alimentaires) avant de se redresser grâce à la croissance nominale.

Les dépenses hors intérêts progresseraient de manière continue sous le triple effet de la démographie (santé, retraites), des besoins en défense et de la politique budgétaire expansionniste reposant notamment sur l'investissement public.

Japon : une politique budgétaire modérément expansionniste (2/2)

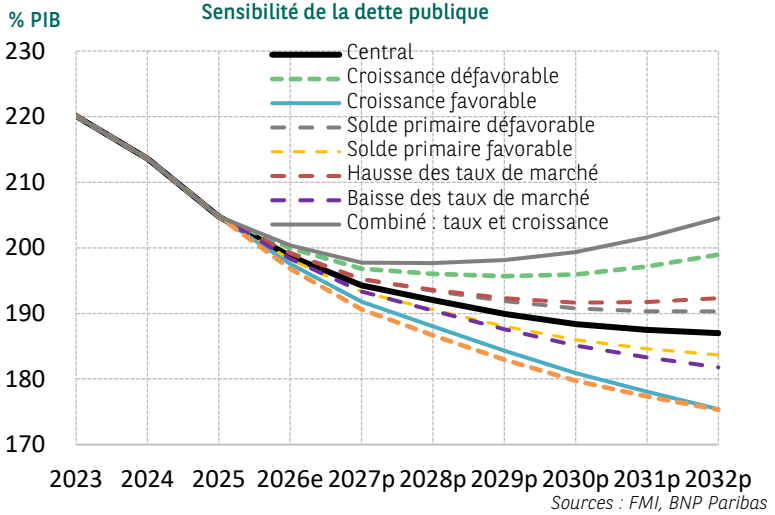
L'effet taux bas est à l'origine de la baisse du ratio de dette



Sources : FMI, BNP Paribas

Le ratio d'endettement public devrait poursuivre sa baisse, de 205% du PIB en 2025 à 187% en 2032. Ce rythme ralentirait toutefois nettement (d'un recul de 6pp en 2026 à moins de 1pp par an) à partir de 2030. Ce ralentissement s'expliquerait principalement par l'atténuation de l'effet favorable du différentiel r-g, principal moteur de la réduction du ratio, et, dans une moindre mesure, par la persistance des déficits primaires.

La trajectoire de désendettement repose sur la croissance

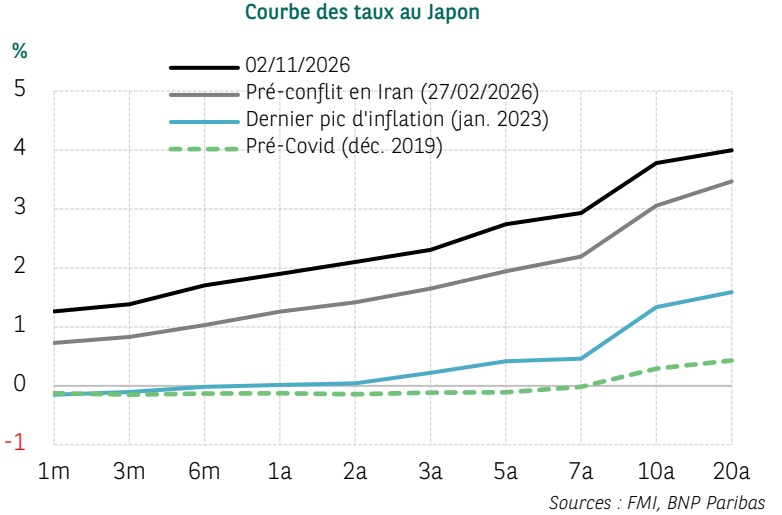


Sources : FMI, BNP Paribas

Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

La réduction du ratio dette/PIB du Japon repose principalement sur l'écart favorable entre la croissance nominale et le taux d'intérêt apparent. Ce qui expose sa trajectoire à un choc d'activité ou de taux : un scénario combiné de croissance plus faible et de renchérissement des taux d'intérêt suffirait à mettre en péril l'objectif gouvernemental de baisse du ratio. L'inflation joue, quant à elle, en faveur des finances publiques par effet sur la croissance nominale : le potentiel baissier du ratio dette/PIB est similaire dans les scénarios de croissance ou d'inflation supplémentaire.

Une remontée drastique des taux



Sources : FMI, BNP Paribas

La courbe des taux du Japon s'est significativement translatée vers le haut depuis les dernières années. Après des années de politique monétaire ultra-accommodante, la Banque du Japon a initié un cycle d'ajustement, incluant la fin des taux négatifs, visible sur la partie courte de la courbe des taux. La partie longue porte la marque de facteurs convergents : la réduction des achats de titres de la part de la BoJ, des interrogations sur la soutenabilité budgétaire et du relèvement des anticipations d'inflation et de croissance. La transmission à la charge d'intérêts est toutefois graduelle du fait d'une maturité moyenne excédant 8 ans.

Glossaire

- **Dette publique nette** : dette publique brute de laquelle sont déduits les dépôts, titres de créances négociables et prêts que les administrations publiques détiennent sur les autres acteurs.
- **Solde primaire** : solde budgétaire hors charge d'intérêt. Il mesure la différence entre les recettes publiques et la dépense publique en excluant de cette dernière la charge d'intérêt.
- **Solde primaire stabilisant** : solde budgétaire primaire qui permettrait de stabiliser le ratio de dette publique sur PIB en année N au même niveau qu'en année N-1.
- **Taux d'intérêt apparent** : rapport entre la charge d'intérêts des administrations publiques en année N et la dette publique en année N-1. Le taux d'intérêt apparent peut ainsi être interprété comme le taux d'intérêt effectif moyen qui pèse sur la dette publique.

ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE BNP PARIBAS

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosylago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Allemagne, Italie, Espagne	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies Avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Turquie – Argentine	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Royaume-Uni, Portugal, Grèce	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com

Les informations et opinions contenues dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ni aucune de ses filiales ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur adéquation à un usage particulier, et ces informations n'ont pu faire l'objet d'une vérification indépendante par BNP Paribas ou par toute autre personne. BNP Paribas, l'ensemble de ses filiales, affiliées ou ses membres, dirigeants, mandataires, agents ou employés, décline toute responsabilité ou obligation, et ne fait aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations ou des opinions fondées sur celles-ci contenues dans ce document, lequel ne saurait être utilisé à ce titre. Ce document ne constitue pas une recherche, telle que définie par MIFID II, et ne fait partie d'aucune offre de vente ou d'émission, ni ne constitue une sollicitation d'offre d'achat de tout instrument financier ; ni ce document, ni toute partie de celui-ci, ni le fait même de sa diffusion, ne sauraient servir de base, ou être utilisés, en relation avec un contrat ou une décision d'investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées à l'intention des destinataires, mais ne sauraient être considérées comme faisant autorité ou être substituées au jugement de tout destinataire, et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification. En fournissant ce document, BNP Paribas ne propose aucun conseil en investissement, financier, juridique, fiscal ou autre, et n'est tenue à aucune obligation fiduciaire envers les destinataires. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future, laquelle peut être supérieure ou inférieure aux résultats antérieurs. Toute simulation de performance passée ou hypothétique est le résultat d'estimations effectuées par BNP Paribas, à un moment donné, sur la base de paramètres, de conditions de marché et de données historiques sélectionnés par BNP Paribas, et ne saurait servir de guide, de quelque manière que ce soit, pour les performances futures. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations, même si elle a été informée de la possibilité de telles pertes. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. Toutefois, de nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions puissent être réalisées à ces prix, ces données étant susceptibles de changer rapidement. BNP Paribas est susceptible de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents, ou inversement. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer, ou avoir exercé, des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site : https://globalmarkets.bnpparibas.com.

Pour les mentions légales spécifiques par pays (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahrein, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez saisir l'URL suivante pour accéder aux mentions légales applicables : https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2026). Tous droits réservés.