

ECOCHARTS

FINANCES PUBLIQUES

Vers une augmentation des dettes publiques dans une majorité de pays à l'horizon 2030

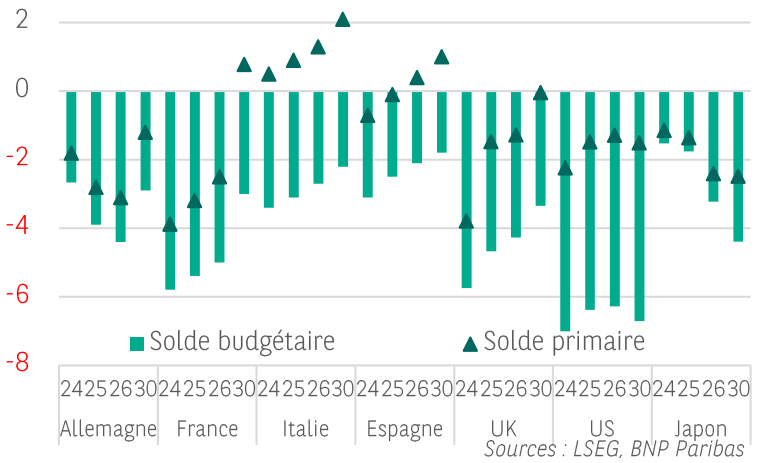
Novembre 2025

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

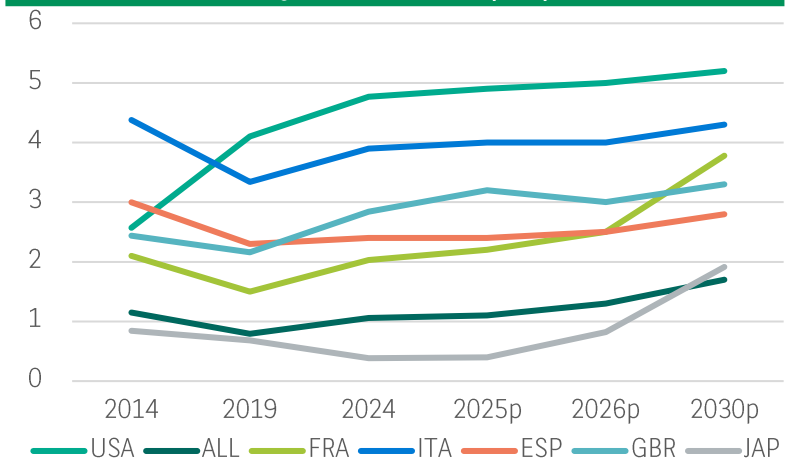
SYNTHÈSE : vers une augmentation des dettes publiques dans une majorité de pays à l'horizon 2030

Solde budgétaire et primaire (% PIB)



Sources : LSEG, BNP Paribas

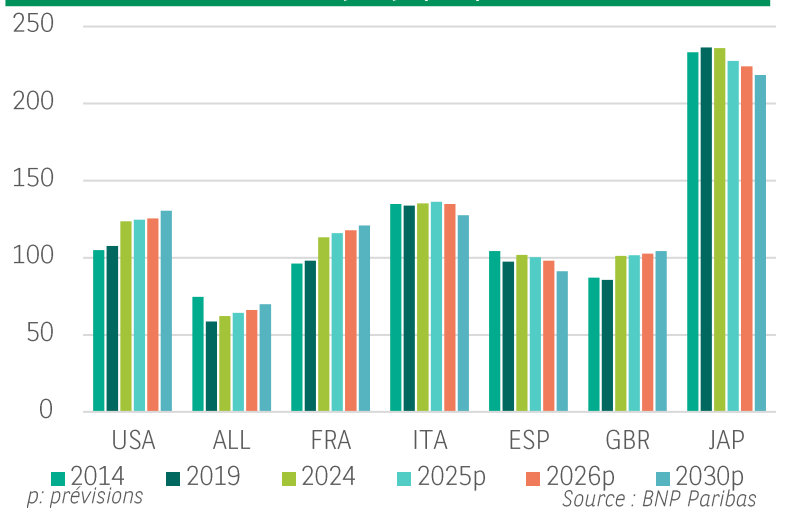
Charges d'intérêt sur la dette (% PIB)



p: prévisions

Sources : LSEG, BNP Paribas

Dette publique (% PIB)



p: prévisions

Source : BNP Paribas

Dans les principales économies avancées, les déficits publics demeurent importants, en particulier aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France où la consolidation budgétaire devrait se poursuivre. Toutefois, l'effort à fournir pour réduire le déficit primaire serait en partie compensé par une hausse de la charge d'intérêt.

L'Italie et l'Espagne continueraient d'afficher des déficits plus modérés, notamment en raison de leur capacité à générer des excédents primaires qui devraient encore s'accroître. **Le Japon et l'Allemagne verraient leur solde budgétaire se détériorer en 2025-26,** en raison d'une augmentation de leurs dépenses cohérente avec les priorités des gouvernements arrivés au pouvoir en 2025. En Allemagne, cette évolution devrait toutefois être suivie d'une consolidation, ce qui permettrait au déficit public de revenir sous les 3% en 2030.

La charge d'intérêt connaîtrait des évolutions contrastées : en hausse dans les pays où elle partirait d'un niveau bas (Allemagne, Japon, France), elle se stabiliserait à un niveau élevé là où elle est actuellement plus forte (Espagne, Italie) sans toutefois augmenter (l'effet de la réduction du ratio de dette publique compensant la hausse des taux d'intérêt apparents).

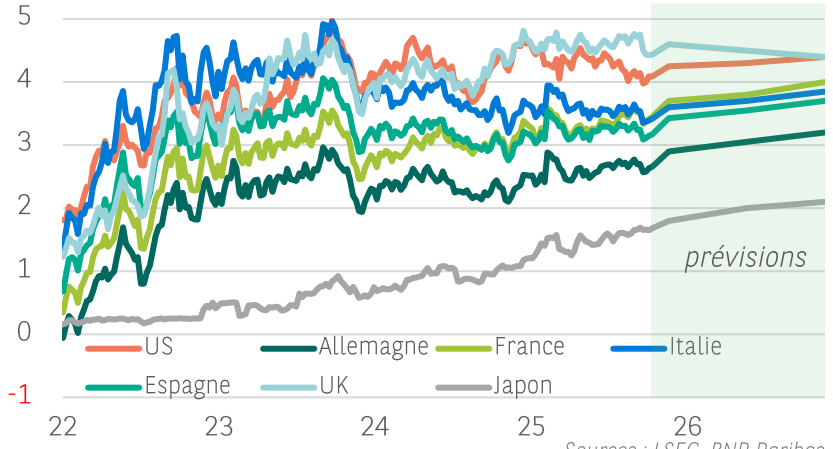
Au Royaume-Uni, le ralentissement de l'inflation (24% de la dette est indexée) permettrait de limiter la charge d'intérêt, malgré la hausse des taux d'intérêt. Aux États-Unis, la charge d'intérêt augmenterait encore sous le double effet de taux d'intérêt élevés (malgré la réduction de la maturité moyenne de la dette) et d'une augmentation du ratio de dette publique sur PIB.

À l'horizon 2030, d'après nos prévisions, **la dynamique du ratio de dette publique sur PIB refléterait les différences en termes de scénario de déficit public. L'augmentation serait donc notable aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France.** Dans ces deux derniers pays, elle ralentirait toutefois d'ici à la fin de la décennie en raison de la consolidation budgétaire. Ce ne sera pas le cas aux États-Unis où la consolidation devrait rester marginale.

L'Allemagne subirait un rebond modéré de sa dette publique. En Italie, en Espagne et au Japon, le ratio de dette publique diminuerait. Au Japon, l'anticipation d'un déficit plus prononcé, du fait des choix politiques du nouveau gouvernement, ne freinerait pas cette diminution (due notamment à une inflation historiquement élevée pour l'Archipel et à son impact sur le taux d'intérêt réel).

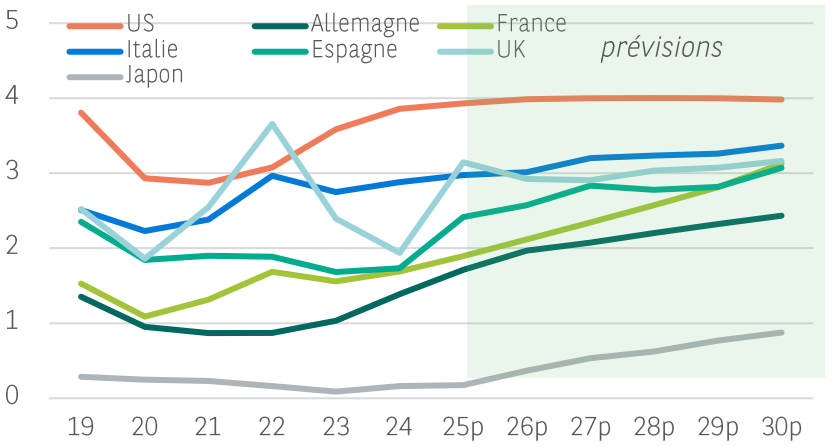
Indicateurs relatifs aux finances publiques

Taux obligataires souverains à 10 ans (%)



Sources : LSEG, BNP Paribas

Taux d'intérêt apparent (%)



Source : BNP Paribas

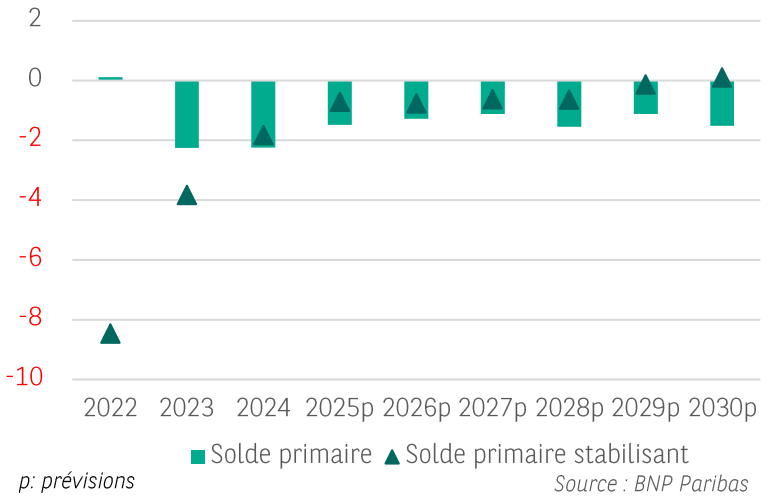
		Allemagne	France	Italie	Espagne	UK	US	Japon
Maturité résiduelle moyenne (années)	*Oct. 2025*	9,0	8,0	7,0	9,0	14,3	5,8	9,5
	Déc. 2019	8,0	7,8	6,9	7,6	15,7	5,8	9,2
Dette nette[1] en % du PIB		47,4	104,9	125,1	87,3	93,7	97,4	133,9
% dette à court terme (inférieure à 1 an)		4,4	7,3	4,3	4,1	2,7	21,6	3,6*
% dette détenue par les non-résidents		70,0	55,4	33,1	45,8	33,4	34,1	12,2*
% dette indexée sur l'inflation		3,4	11,0	8.3*	5,9	23,9	7,0	1*
Part de la dette détenue par la Banque centrale	*Oct. 2025*	34,2	22,5	22,0	48,8	23,3	20,8	40*
	Déc. 2019	33,3	21,4	18,1	24,9	23,0	18,9	42*
Dépenses primaires (% du PIB)		48,4	55,1	46,5	42,6	41,2	29,6	38,7
Dépenses structurelles[2] (% des dépenses primaires)		70,4	73,8	73,6	75,3	81,0	83,5	77,0
Recettes (% du PIB)		46,8	51,4	47,1	41,8	38,3	27,3	37,6

**Données du gouvernement central*
[1]Dette nette: somme de tous les passifs diminués des actifs financiers qui sont des instruments de dette (FMI)
[2]Dépenses de défense, d'ordre public, de santé, d'éducation et de vieillesse

Sources : FMI, Commission européenne, OCDE, sources nationales

ÉTATS-UNIS : le niveau élevé des taux d'intérêt empêchera toute réduction du déficit budgétaire (1)

Solde primaire (% PIB)

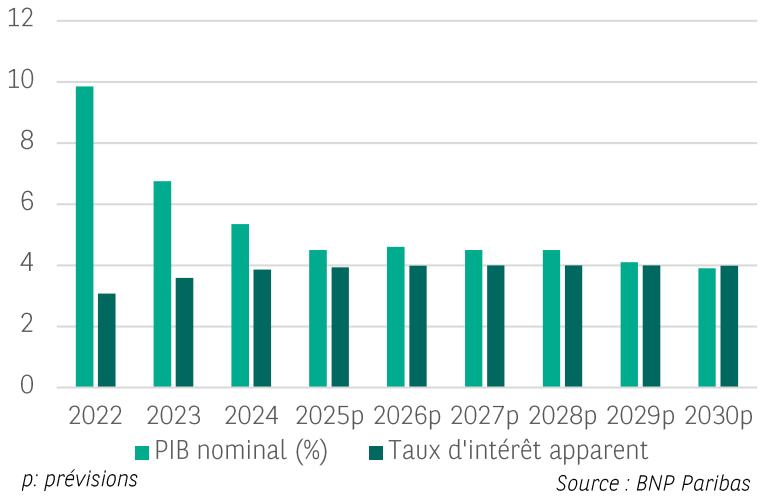


p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Le déficit primaire des États-Unis se serait réduit en 2025 et se stabiliserait autour de 1,0 - 1,5% du PIB dans les prochaines années grâce à un surcroît de recettes douanières.

Toutefois, le déficit ne reviendrait pas sous le niveau nécessaire pour stabiliser la dette publique, notamment en raison de taux d'intérêt relativement élevés.

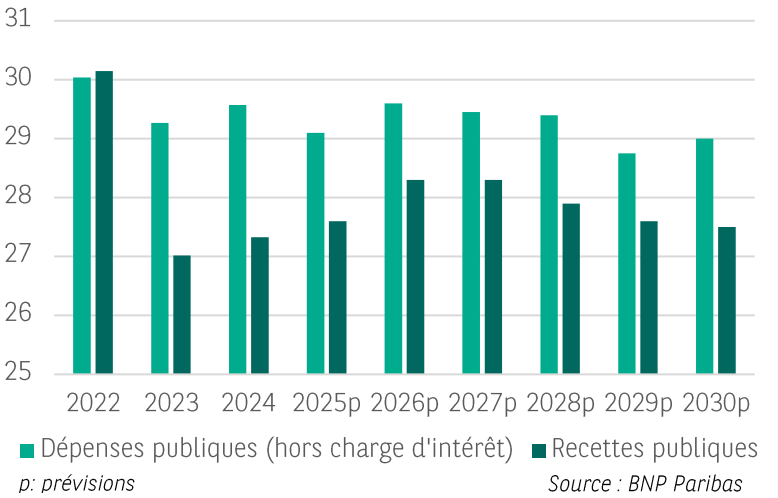
Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale (%)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Le surcroît de croissance par rapport au taux d'intérêt apparent devrait se dissiper. C'est la principale conséquence de la fin de la surperformance de croissance à partir de 2025 (1,9%) et par la suite (1,9% jusqu'en 2027). À court terme, la croissance nominale restera soutenue par la persistance de l'inflation (entre 2,5% et 3,0%), un phénomène qui s'éroderait toutefois d'ici à la fin de la décennie.

Évolution des recettes et dépenses (% PIB)



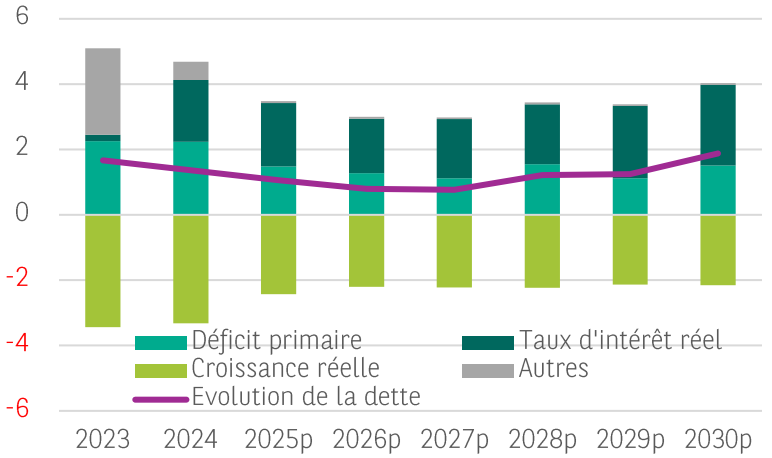
p: prévisions *Source : BNP Paribas*

La dépense publique primaire des États-Unis devrait se révéler relativement stable à horizon 2030 dans une fourchette de 29-30% du PIB. Les variations s'expliquent par les dispositions du *One, Big, Beautiful Bill Act* (OBBBA), avec notamment la réforme des emprunts étudiants dont l'effet baissier sur les dépenses est concentré sur 2025, puis l'accroissement des dépenses en matière de sécurité et de défense à partir de 2026.

Sur le versant revenus, la structure d'imposition héritée du *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA, 2017) est préservée, à laquelle **s'ajoutent les revenus issus des droits de douane supplémentaires.** Ainsi, le poids des recettes dans le PIB devrait croître d'un point de pourcentage à 28,3% entre 2024 et la fin du mandat de Donald Trump.

ÉTATS-UNIS : le niveau élevé des taux d'intérêt empêchera toute réduction du déficit budgétaire (2)

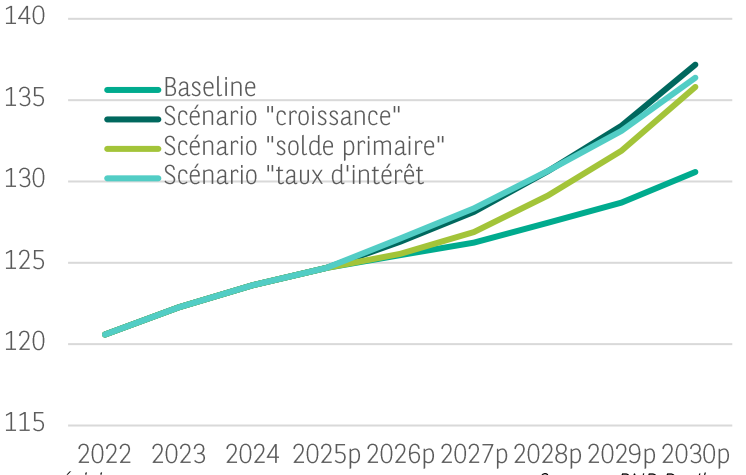
Contributeurs à l'évolution du ratio d'endettement (pp)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

L'augmentation du ratio de dette publique sur PIB devrait se poursuivre mais sera limitée par une croissance nominale toujours élevée. Le taux d'intérêt réel est la principale cause d'augmentation de la dette publique en raison de son impact sur la charge d'intérêt, même si cet effet reste en valeur absolue inférieur à celui exercé par la croissance réelle. Ces effets se neutralisant de plus en plus au fil du temps, c'est le niveau du déficit primaire qui devrait entraîner une hausse mesurée de la dette publique.

Sensibilité de la dette publique (% PIB)

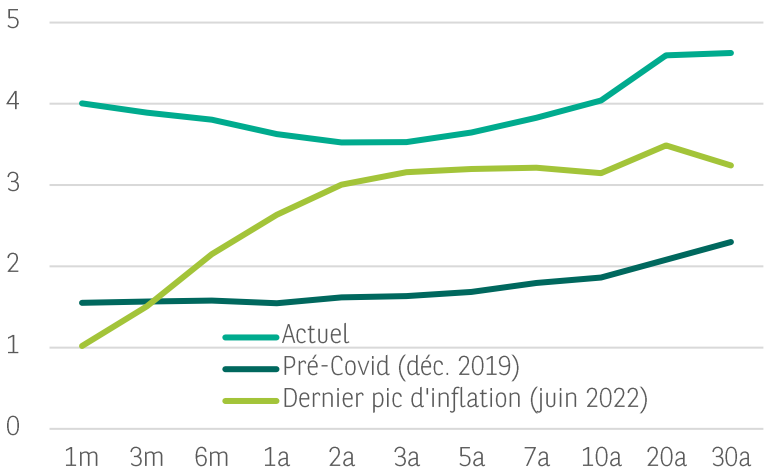


p: prévisions *Source : BNP Paribas*

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.

Des scénarios alternatifs pourraient conduire à une augmentation plus franche de la dette publique (par rapport au PIB) des États-Unis. Un choc de taux serait dommageable au regard de la part déjà croissante et prépondérante du service de la dette dans les perspectives *baseline*. L'argument s'applique également au scénario alternatif d'une croissance moindre qui laisserait cette dernière en deçà du taux d'intérêt apparent. L'économie américaine étant proche d'une situation de plein-emploi, une impulsion budgétaire plus importante, conduisant à un creusement du déficit primaire, stimulerait insuffisamment la croissance pour endiguer une hausse de l'endettement public.

Courbe des taux (%)

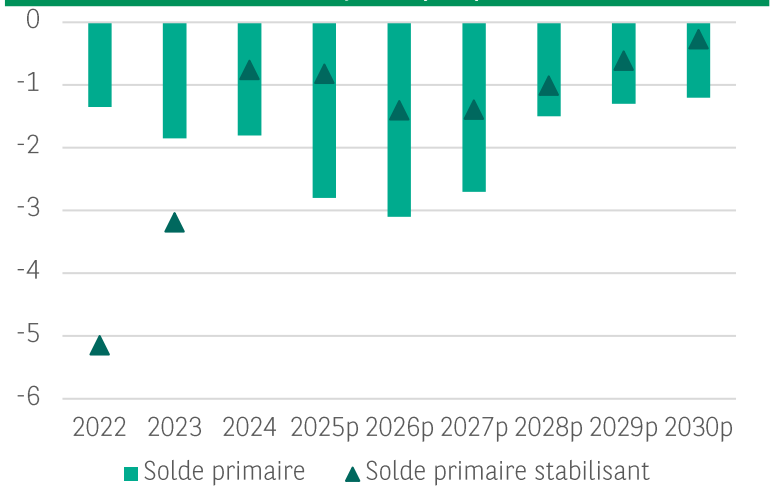


Note: les données sont lissées sur un mois *Sources : LSEG, BNP Paribas*

Les taux d'intérêt ont significativement augmenté ces dernières années pour plusieurs raisons : inflation post-pandémique, détérioration des finances publiques et resserrement monétaire. **La pentification relative de la courbe des taux actuelle sur les maturités les plus longues témoigne d'inquiétudes nouvelles ou plus amples quant à la soutenabilité de la dette américaine.** Pour l'heure, le déficit budgétaire important et son absence de réduction maintiennent la dette à un niveau élevé, ce qui alimente sa sensibilité à un éventuel choc de taux sur les maturités courtes.

ALLEMAGNE : vers une augmentation maîtrisée de la dette publique (1)

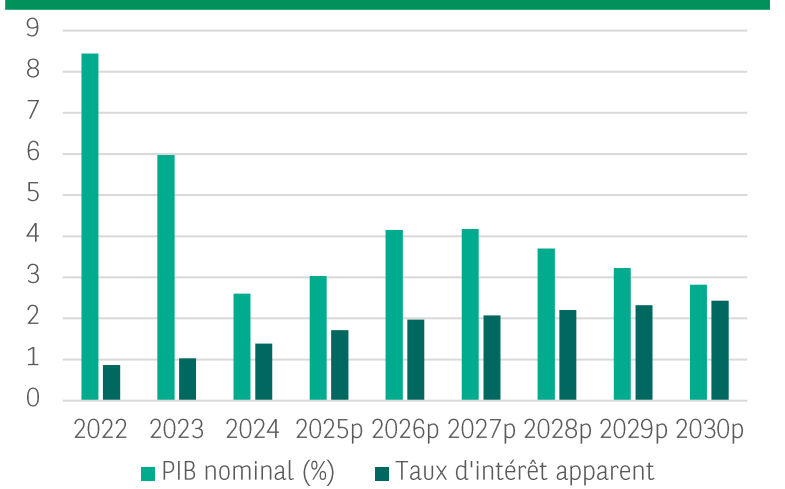
Solde primaire (% PIB)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Le déficit primaire allemand devrait se creuser dans les deux prochaines années sous l'effet de la nouvelle stratégie budgétaire, avant de se réduire progressivement d'ici 2030. Le déficit primaire dépasse depuis peu le solde stabilisant et cet écart devrait se prolonger dans les années à venir. Des mesures de consolidation devraient ralentir la progression de la dette publique, sans toutefois l'endiguer entièrement. Étant donné la remontée du taux d'intérêt moyen sur la dette en fin de période, la stabilisation de la dette nécessitera une amélioration du solde primaire plus forte que ce qui est attendu.

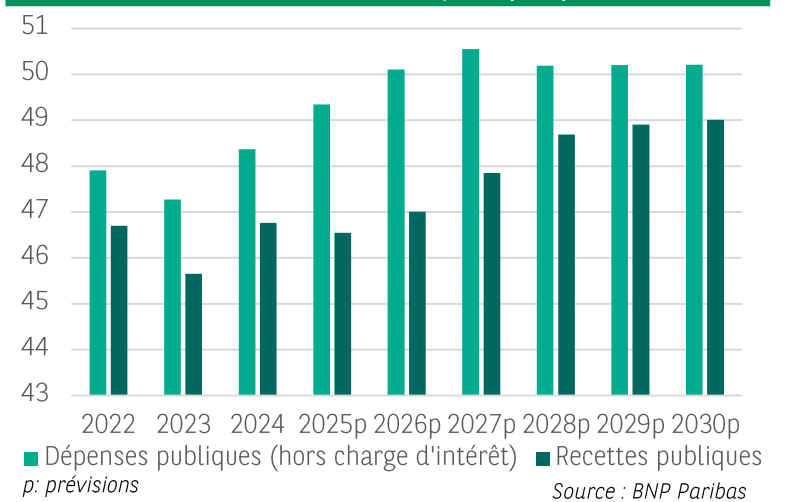
Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale (%)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

L'Allemagne devrait continuer de bénéficier de taux d'intérêt relativement bas. Le taux d'intérêt apparent devrait demeurer nettement inférieur à la croissance nominale, même si la charge d'intérêt est appelée à augmenter dès lors que la remontée des taux longs se transmettra au taux apparent. La croissance nominale devrait en effet se redresser sous l'effet d'un net rebond de la croissance réelle (+ 0,3% en 2025 et + 1,4% en 2026, selon nos estimations), grâce aux plans d'investissement massifs mis en œuvre dans le pays. Le différentiel entre la croissance nominale et le taux d'intérêt apparent resterait donc favorable, même s'il se resserrera à l'approche de la fin de la décennie.

Évolution des recettes et dépenses (% PIB)

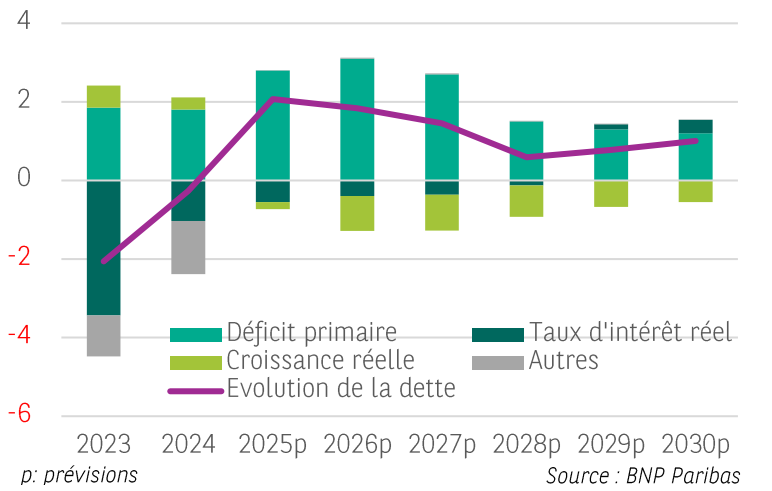


p: prévisions *Source : BNP Paribas*

L'Allemagne a obtenu l'accord de l'Union européenne concernant sa nouvelle orientation budgétaire, tandis que la règle constitutionnelle du frein à l'endettement reste applicable au budget fédéral mais comporte davantage d'exceptions (fonds spéciaux en infrastructures et dépenses de défense au-delà de 1% du PIB). La hausse des dépenses publiques devrait être la principale cause de l'augmentation du déficit public. À moyen terme, avec le rebond de la croissance, un regain des recettes publiques est probable. Une consolidation budgétaire est également vraisemblable. Elle portera sans doute à la fois sur les dépenses (hors charge d'intérêts) et sur les recettes – sauf réforme durable du frein à l'endettement, peu probable au regard du rapport de forces parlementaire et de l'exigence d'une majorité qualifiée.

ALLEMAGNE : vers une augmentation maîtrisée de la dette publique (2)

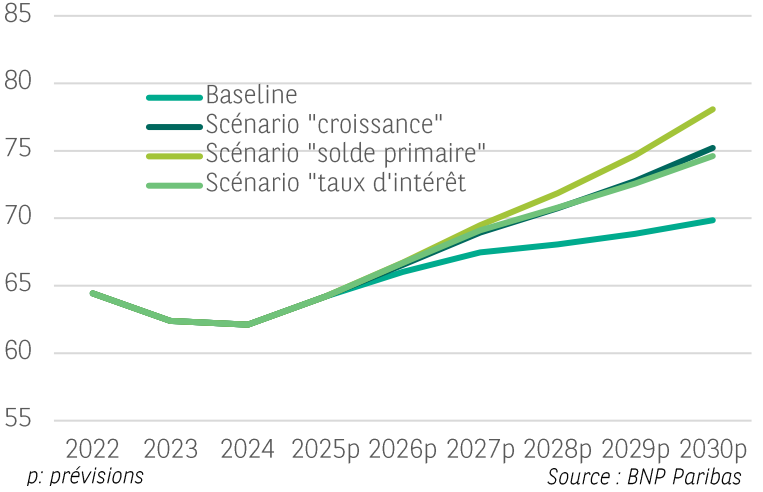
Contributeurs à l'évolution du ratio d'endettement (pp)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Une augmentation mesurée de la dette publique est probable. La dette publique allemande devrait continuer de progresser et dépasser 69 % du PIB à la fin de la période de prévision (2030), contre 62,1 % en 2024. Cette hausse s'explique essentiellement par la nouvelle orientation budgétaire et le creusement du déficit primaire qui en découle. Le taux d'intérêt réel cesserait de jouer à la baisse sur le ratio d'endettement ; cependant, le rebond de la croissance réelle à partir de 2026 permettrait de limiter l'augmentation du ratio de dette publique.

Sensibilité de la dette publique (% PIB)

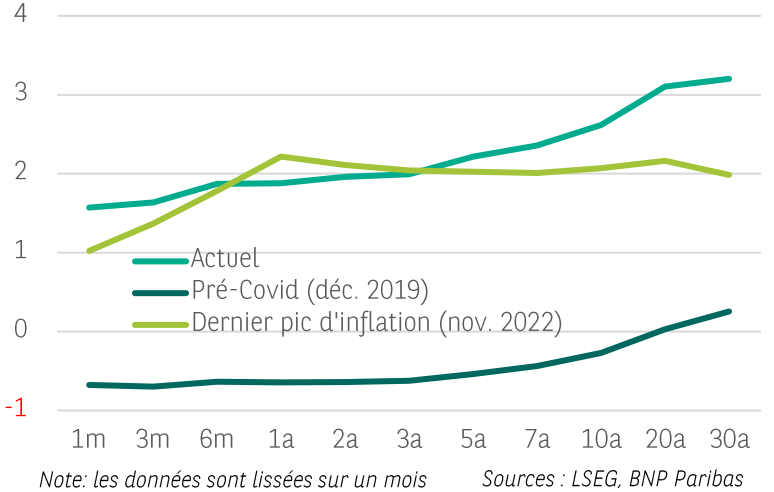


p: prévisions *Source : BNP Paribas*

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 consolidation budgétaire est le facteur le plus déterminant de la trajectoire de la dette publique. Dans les scénarios alternatifs, la dynamique de la dette se détériore systématiquement. Un déficit primaire plus conséquent est peu probable à court terme en raison de la règle du frein à l'endettement. Toutefois, sans consolidation (que nous anticipons à partir de 2027-28), le ratio de dette publique sur PIB connaîtrait une hausse plus prononcée. Une croissance plus basse ou une hausse plus prononcée des taux d'intérêt auraient, en comparaison, un impact plus modéré. Cette sensibilité au solde public renforce la nécessité et la vraisemblance d'une consolidation budgétaire rapide, conforme à notre scénario central.

Courbe des taux (%)

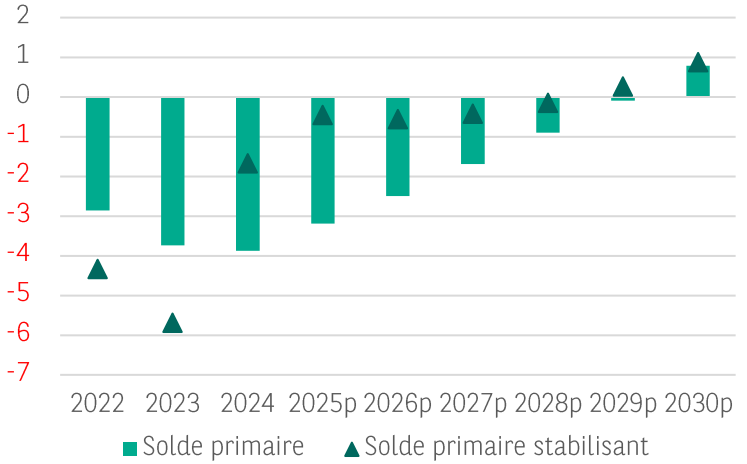


Note: les données sont lissées sur un mois *Sources : LSEG, BNP Paribas*

La pentification de la courbe des taux devrait entraîner une hausse de la charge d'intérêt. La perspective d'une hausse de l'endettement a déjà tiré les taux longs à la hausse, et cette dynamique devrait se poursuivre avec l'augmentation des émissions obligataires prévue d'ici à la fin 2027. À terme, une consolidation budgétaire finirait par exercer une pression modératrice, mais la détente attendue sur les taux longs resterait limitée et, avec elle, celle dont pourraient bénéficier les autres pays membres de la zone euro.

FRANCE : la dette publique va encore augmenter, avant de se stabiliser à la fin de la décennie (1)

Solde primaire (% PIB)

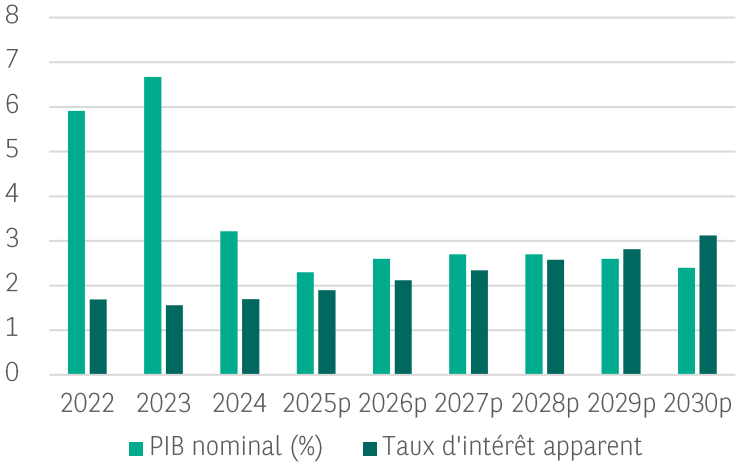


p: prévisions *Source : BNP Paribas*

La France a enregistré une détérioration de son solde budgétaire primaire jusqu'en 2024. Celui-ci s'est amélioré en 2025 selon le Haut Conseil des Finances Publiques (HCFP). Toutefois, le déficit reste trop prononcé pour permettre une stabilisation de la dette publique.

Malgré une consolidation, qui se poursuivrait dès 2026 et jusqu'à la fin de la décennie, le déficit primaire resterait plus dégradé que le solde stabilisant (la dette publique augmenterait par conséquent).

Taux d'intérêt apparent vs croissance nominale (%)

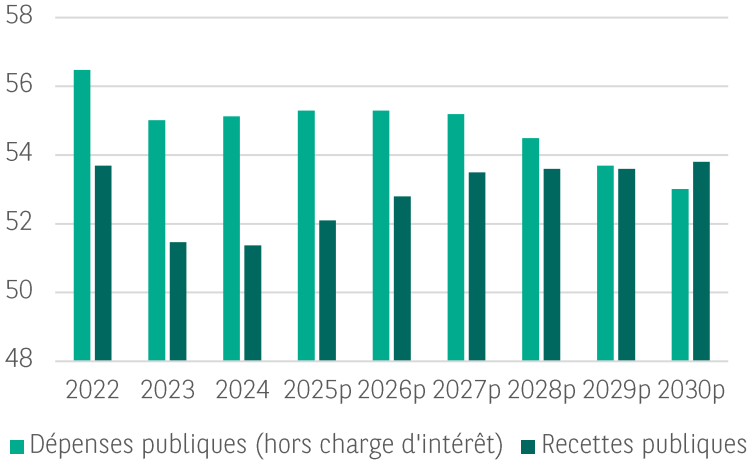


p: prévisions *Source : BNP Paribas*

La croissance réelle devrait rebondir en 2026 (1,1%) et 2027 (1,3%) et donc cesser de pénaliser les finances publiques. En parallèle, l'augmentation du taux d'intérêt apparent reflète l'augmentation des taux d'intérêt depuis 2022.

Après 2027, le retour de la croissance du PIB vers son potentiel (1,1%) et la modération de l'inflation éroderaient la croissance nominale. La hausse du taux d'intérêt apparent conduirait ce dernier au-dessus de la croissance nominale du PIB à partir de 2029.

Évolution des recettes et dépenses (% PIB)



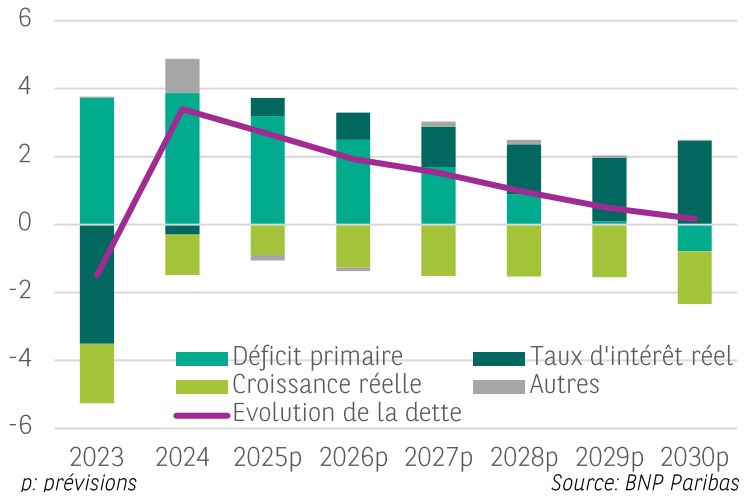
p: prévisions *Source: BNP Paribas*

En 2025, la consolidation des finances publiques reposerait intégralement sur l'augmentation des recettes, selon le dernier avis du HCFP. L'indexation des dépenses sociales et l'augmentation des dépenses régaliennes (défense, police, justice) auraient compensé le ralentissement des dépenses de l'État et des collectivités locales.

En 2026 et 2027, l'ajustement passerait de nouveau par une augmentation des recettes, tandis que les dépenses connaîtraient les mêmes dynamiques (nouvel effort en matière de défense, hausse de la contribution au budget de l'UE, indexation des prestations sociales). Les recettes retrouveraient ainsi in fine leur poids dans le PIB observé jusqu'en 2022.

FRANCE : la dette publique va encore augmenter, avant de se stabiliser à la fin de la décennie (2)

Contributeurs à l'évolution du ratio d'endettement (pp)

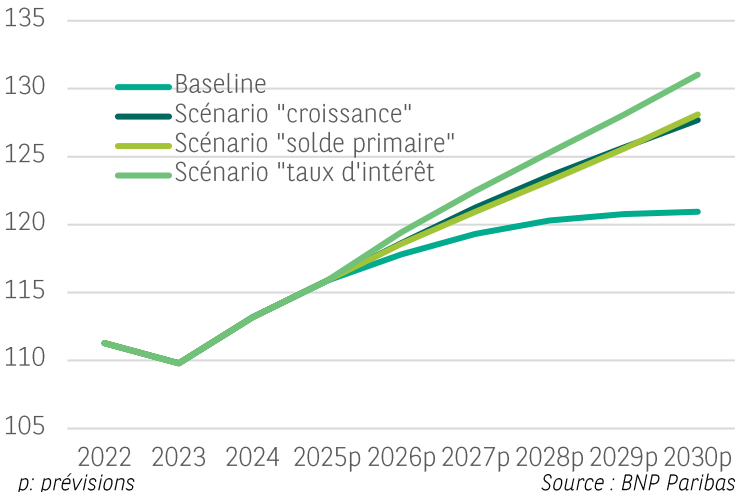


p: prévisions *Source: BNP Paribas*

Le maintien d'un déficit primaire élevé a entraîné un rebond du ratio de dette publique en 2024, d'autant plus que le reflux de l'inflation a permis un net rebond du taux d'intérêt apparent réel (auparavant fortement négatif). La diminution de la croissance réelle a également été pénalisante. À partir de 2025, le taux d'intérêt réel contribue à la hausse du ratio d'endettement, tandis que la consolidation reste trop modérée pour infléchir cette hausse.

Par la suite, la poursuite de cette consolidation et le rebond de la croissance réelle permettraient d'infléchir la progression du ratio d'endettement. Il se stabiliserait en 2030 pour peu que l'amélioration du solde primaire permette de compenser la remontée progressive du taux d'intérêt effectif réel.

Sensibilité de la dette publique (% PIB)



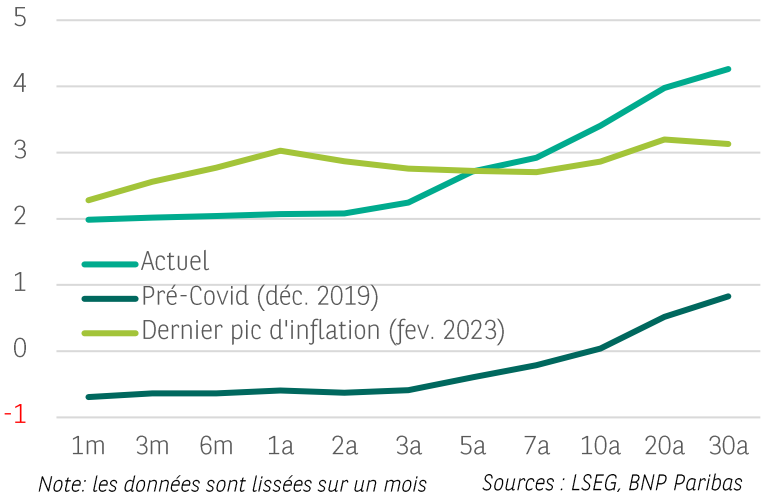
p: prévisions *Source : BNP Paribas*

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.

Dans notre scénario central, le ratio de dette publique se stabiliserait, en 2030, à près de 120% du PIB (113% en 2024) avec le retour du déficit public à 3% du PIB. Étant donné l'augmentation marquée de la charge d'intérêts, cette stabilisation nécessiterait un excédent primaire de l'ordre de 0,8 point de PIB en 2030 (excédent que la France est parvenue à dégager pour la dernière fois entre 1998 et 2001).

Le scénario de risque qui aurait le plus d'impact concerne les taux d'intérêt. Toutefois, c'est en même temps le moins probable, le taux d'intérêt français dépendant en partie des conditions européennes (taux allemand notamment).

Courbe des taux (%)



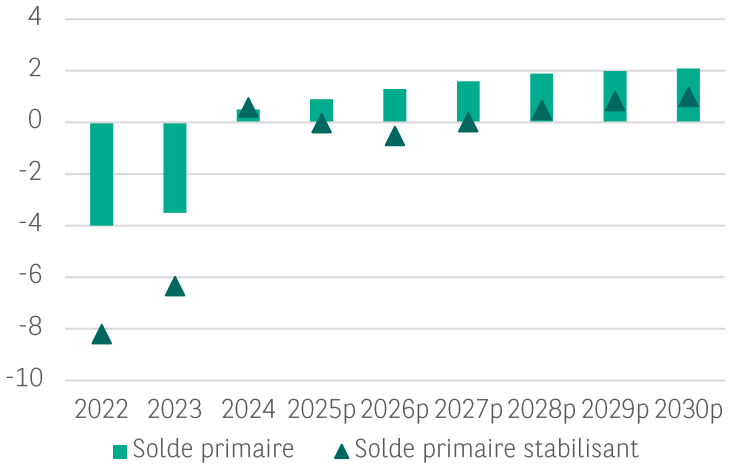
Note: les données sont lissées sur un mois *Sources : LSEG, BNP Paribas*

La remontée des taux d'intérêt est manifeste après Covid. Son caractère encore relativement récent a permis de limiter l'impact sur la charge d'intérêts. Toutefois, la relative pentification de la courbe des taux devrait finir par jouer sur cette dernière, la maturité moyenne de la dette publique étant relativement élevée (8 ans et demi).

En effet, si les maturités courtes ont bénéficié de la baisse des taux de la BCE, les taux longs ont poursuivi leur remontée, pénalisés par l'incertitude politique, l'augmentation de la dette publique, ainsi que par la hausse des taux allemands.

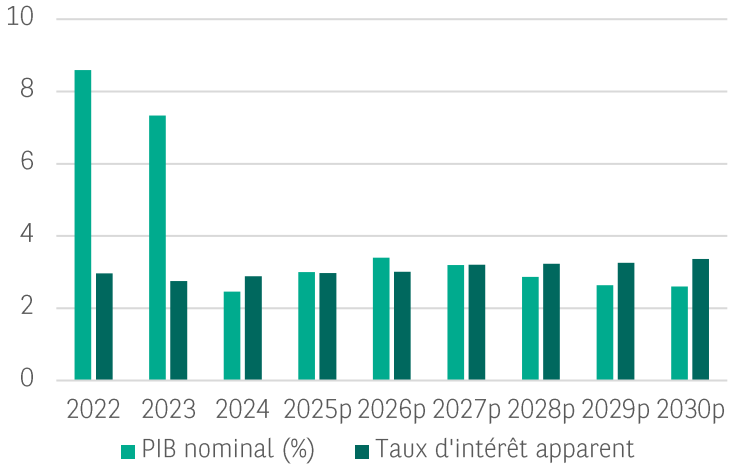
ITALIE : le ratio de dette publique restera élevé malgré une diminution relative (1)

Solde primaire (% PIB)



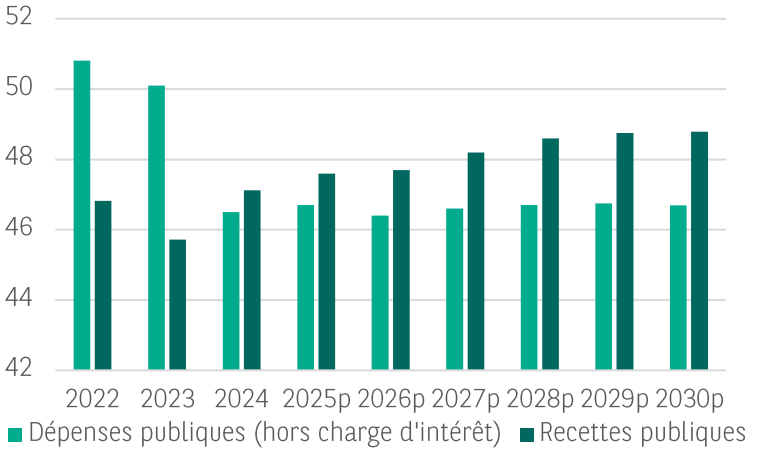
p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale (%)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Évolution des recettes et dépenses (% PIB)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

L'excédent primaire devrait s'accentuer jusqu'en 2030. Le solde primaire est passé d'un déficit de 4% du PIB en 2022 à un excédent de 0,5% en 2024 grâce à la suppression des mesures de soutien mises en place après la pandémie, du revenu de citoyenneté et du « superbonus ». L'excédent primaire devrait s'accentuer au cours des prochaines années, jusqu'à atteindre 2,1% en 2030.

Jusqu'en 2027, la croissance nominale (3,2% en moyenne) devrait rester supérieure au taux d'intérêt apparent (3,1%), en raison d'une accélération de la croissance réelle (0,9%) : cela permettra une réduction de la dette publique durant cette période. L'inflation devrait progressivement ralentir, jusqu'à atteindre 1,8% en 2030.

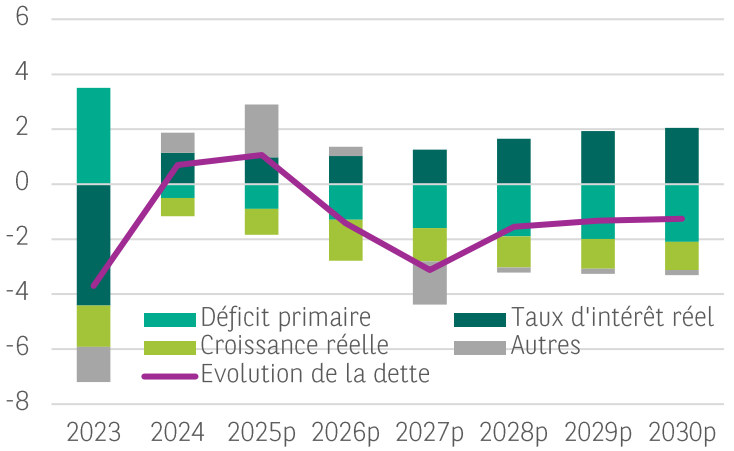
Néanmoins, à partir de 2028, la dette devrait diminuer à un rythme plus modéré : le taux d'intérêt apparent (3,3%) repasserait au-dessus de la croissance nominale (2,7%), qui s'affaiblirait en fin de période pour revenir proche de son potentiel (0,8%).

Les dépenses publiques (hors charge d'intérêts) devraient progressivement augmenter sur la fin de la décennie, notamment en raison de la hausse des dépenses de défense.

Les recettes publiques resteront supérieures aux dépenses, même en 2026 où une réduction de l'impôt sur le revenu des classes moyennes devrait intervenir. Cela permettra une accentuation de l'excédent primaire.

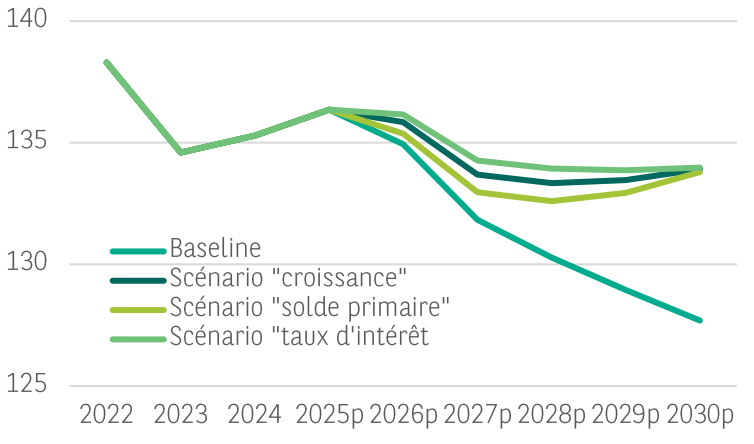
ITALIE : le ratio de dette publique restera élevé malgré une diminution relative (2)

Contributeurs à l'évolution du ratio d'endettement (pp)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

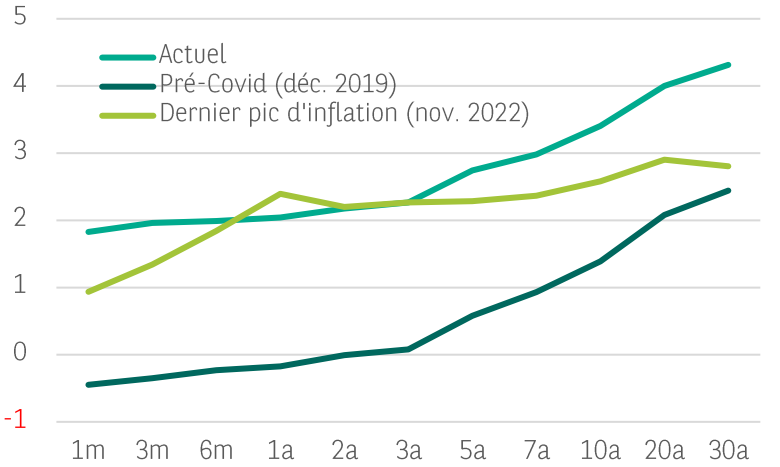
Sensibilité de la dette publique (% PIB)



p: prévisions *Source : 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.

Courbe des taux (%)



Note: les données sont lissées sur un mois *Sources : LSEG, BNP Paribas*

En 2025, la dette publique devrait augmenter (136,4% du PIB) en raison des règles européennes relatives à la comptabilisation du *superbonus*. Selon nos prévisions, la dette devrait ensuite diminuer (131,8% d'ici 2027) à la faveur d'une croissance toujours forte et supérieure au taux d'intérêt réel, ainsi que d'un excédent primaire de plus en plus important.

À partir de 2028, la réduction de la dette devrait être plus limitée. Bien que les excédents primaires devraient augmenter, le taux d'intérêt réel devrait croître à mesure que l'inflation diminuera et peser un peu plus sur la dynamique de la dette publique.

Bien qu'en baisse d'ici à 2030, la dette publique italienne devrait rester parmi les plus élevées en Europe.

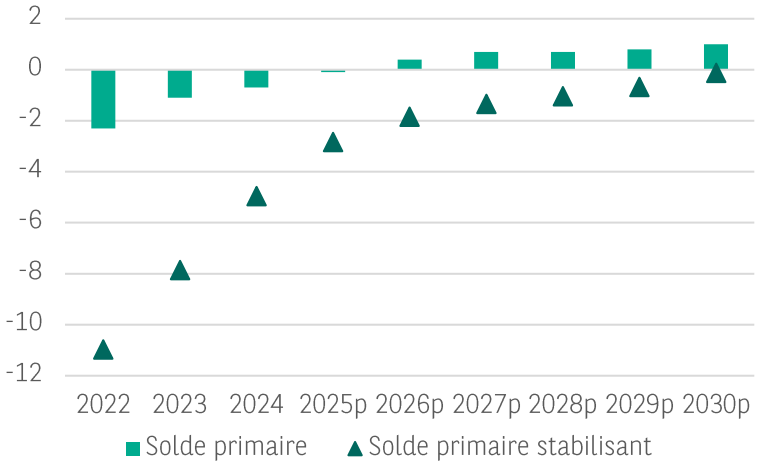
La réduction du ratio de dette publique italien apparaît assez sensible aux évolutions en matière de croissance, de solde primaire et de taux d'intérêt. De tels chocs empêcheraient une réduction de la dette publique à partir de 2028 (et la limiteraient auparavant). Celle-ci resterait in fine assez haute (proche de 135% du PIB) si la croissance devait décevoir, que le gouvernement décide de ne pas augmenter l'excédent primaire ou que les taux d'intérêt augmentent (avec un impact relativement similaire sur le ratio de dette publique).

Repentification de la courbe des taux. Alors que le pic inflationniste de novembre 2022 avait provoqué un aplatissement de la courbe des taux, celle-ci a retrouvé une pente proche de celle observée sur la période pré-Covid, mais nettement translatée vers le haut.

Les taux d'intérêts de long terme ont augmenté, mais de façon plus modérée que dans d'autres pays. À près de 3,4% sur le 10 ans et 4,3% sur le 30 ans, leur niveau est proche de celui observé en France. Toutefois, comme la dette italienne était déjà élevée avant la pandémie de Covid, les taux d'intérêt étaient déjà significatifs sur les maturités longues : la hausse est donc moins brutale que dans plusieurs pays européens (France et Allemagne notamment) où les taux à 10 ans étaient négatifs.

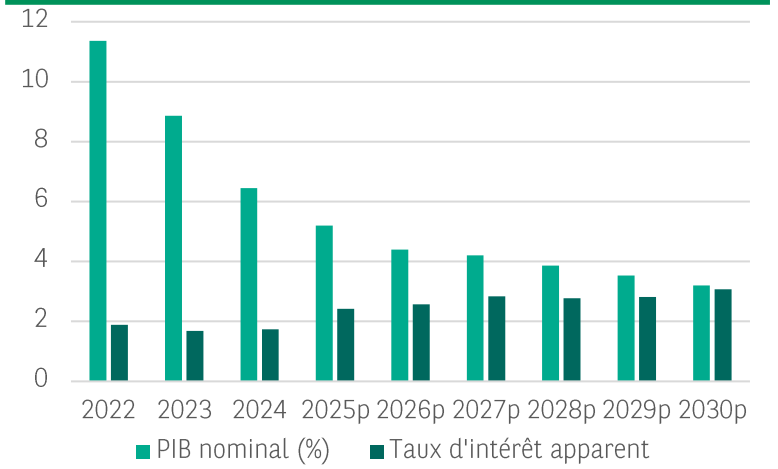
ESPAGNE : vers une réduction de la dette publique dans un contexte de forte croissance (1)

Solde primaire (% PIB)



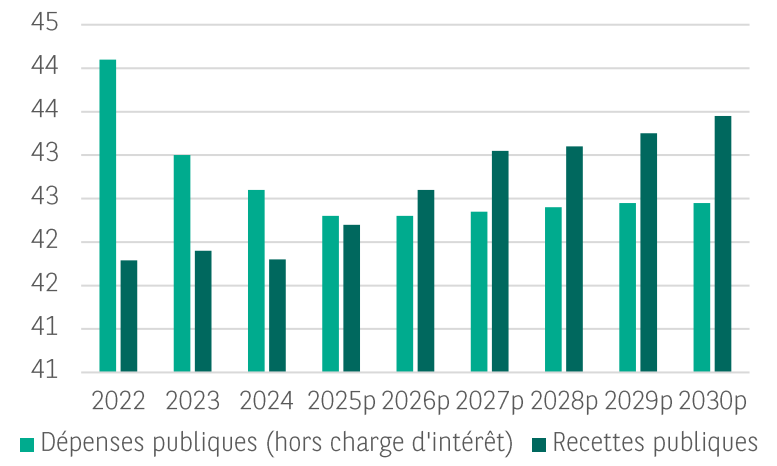
p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale (%)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Évolution des recettes et dépenses (% PIB)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

L'Espagne générerait des excédents primaires à partir de 2026. Le déficit primaire est passé de 2,3% du PIB en 2022 à 0,7% en 2024 grâce à la suppression des mesures de soutien mises en place après la pandémie et à la reconduction des budgets de l'État depuis 2023. Le déficit devrait se réduire à 0,1% en 2025, puis devenir un excédent, qui s'accentuera jusqu'en 2030 (+1,0%).

Le solde primaire stabilisant resterait inférieur au solde primaire, permettant une réduction de la dette publique. À partir de 2028 toutefois, l'écart entre les deux soldes se réduirait, impliquant une moindre réduction de la dette à moyen terme.

Jusqu'à la fin de la décennie, la croissance nominale (4,1% en moyenne) **devrait rester supérieure au taux d'intérêt apparent** (2,7%), en raison d'une croissance réelle toujours dynamique (2,0%), et d'une inflation proche de 2%. Cela permettra une réduction de la dette publique durant cette période.

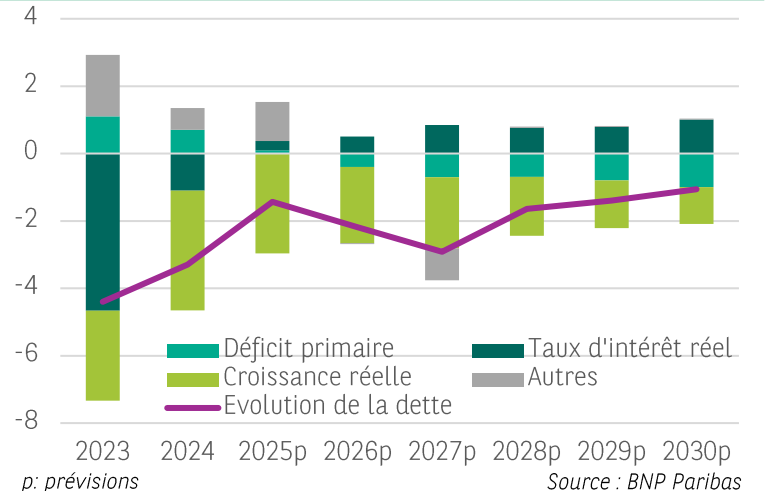
Néanmoins, le ratio d'endettement se stabiliserait progressivement vers la barre des 90% à horizon 2030: le taux d'intérêt apparent (3,1%) devenant très proche de la croissance nominale (3,2%).

Les dépenses publiques (hors charge d'intérêts) devraient rester assez stables (en % du PIB) jusqu'en 2030. En effet, la reconduction pour une troisième année consécutive du budget 2023 est quasi certaine et pourrait se perpétuer tant que le gouvernement restera minoritaire au Parlement ; par ailleurs, le gouvernement a décidé de ne pas réhausser ses dépenses de défense pour atteindre le seuil exigé par l'OTAN.

À partir de 2026, la part des recettes publiques dans le PIB dépassera celle des dépenses. Un tel dynamisme des recettes publiques, induit par une forte consommation domestique et un marché du travail robuste, permettra l'apparition d'un excédent primaire, puis son accentuation.

ESPAGNE : vers une réduction de la dette publique dans un contexte de forte croissance (2)

Contributeurs à l'évolution du ratio d'endettement (pp)

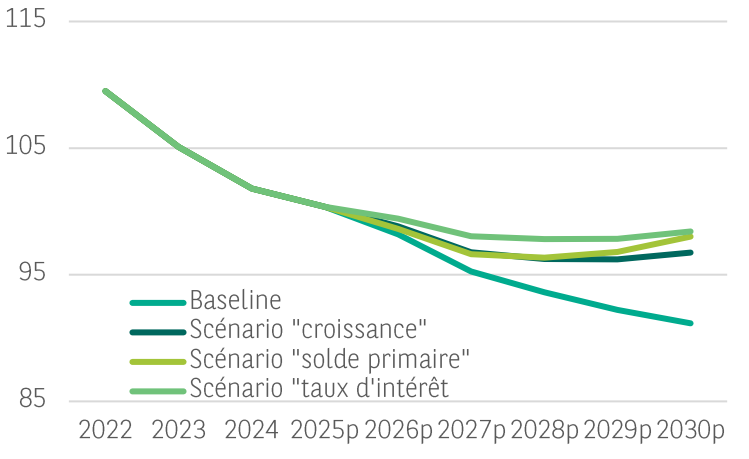


p: prévisions *Source : BNP Paribas*

La dette publique devrait continuer de diminuer jusqu'à la fin de la décennie. Elle sera tirée à la baisse par une croissance réelle élevée, effet qui prédominera nettement, dans un contexte où le taux d'intérêt réel ne devrait peser qu'à partir de 2026 et de façon modérée.

À partir de 2027, le ratio de dette diminuerait moins fortement. L'économie se rapprocherait à cet horizon du plein emploi, ce qui altérerait la croissance réelle.

Sensibilité de la dette publique (% PIB)



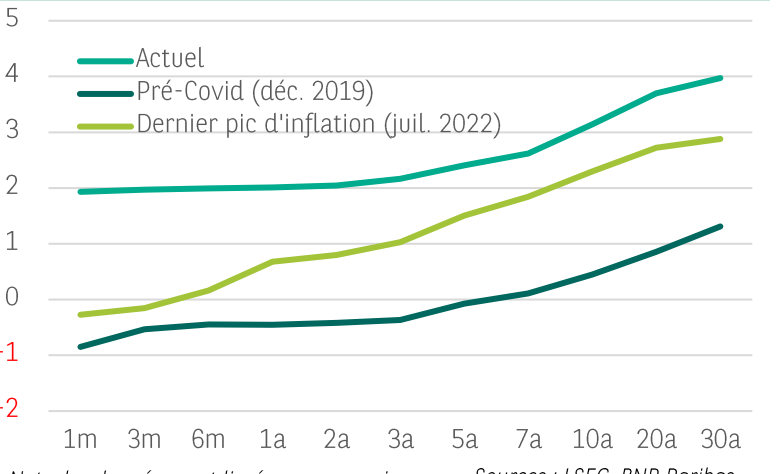
p: prévisions *Source : BNP Paribas*

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 dette publique passerait sous la barre des 100% du PIB dès 2026 (101,8% en 2024) et atteindrait 91,2% en 2030 selon notre scénario central.

Les trois scénarios adverses empêcheraient une réduction de la dette publique sous les 95% du PIB (notamment si le gouvernement décidait de ne pas générer d'excédent primaire). Dans ces situations, la dette publique se stabiliserait, avant de subir une légère augmentation en fin de décennie.

Courbe des taux (%)



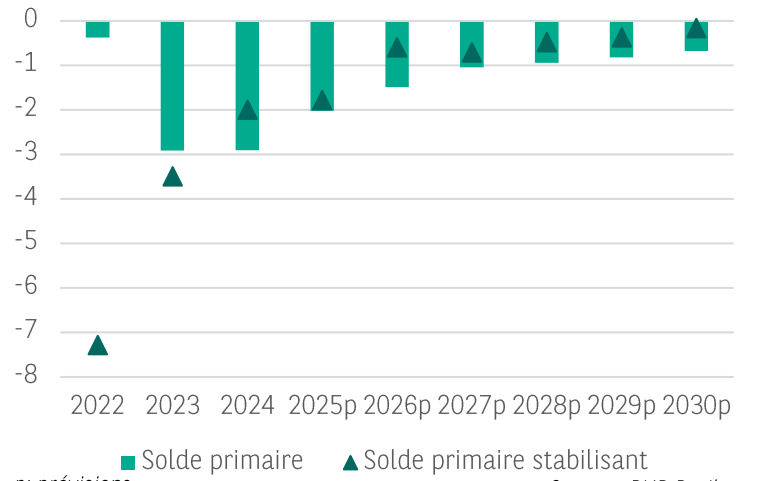
Note: les données sont lissées sur un mois *Sources : LSEG, BNP Paribas*

Pentification modérée de la courbe des taux. À l'inverse de ce qui est observé en Italie, le pic inflationniste de 2022 a engendré en Espagne une pentification de la courbe des taux.

Depuis, la courbe des taux s'est aplatie sur les maturités courtes et moyennes. Ce n'est qu'à plus longue maturité que les taux augmentent (3,1% à 10 ans et 4% à 30 ans). Ils restent toutefois faibles en comparaison avec la France et l'Italie.

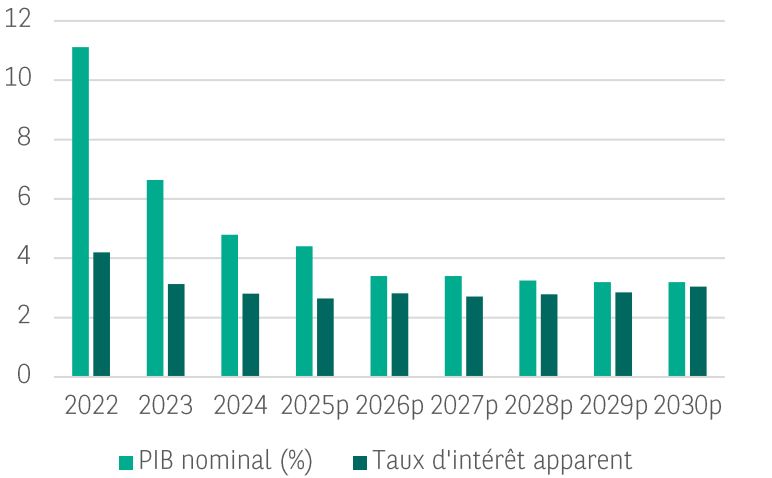
ROYAUME-UNI : trajectoire d'endettement maîtrisée mais risques à la hausse importants (1)

Solde primaire (% PIB)



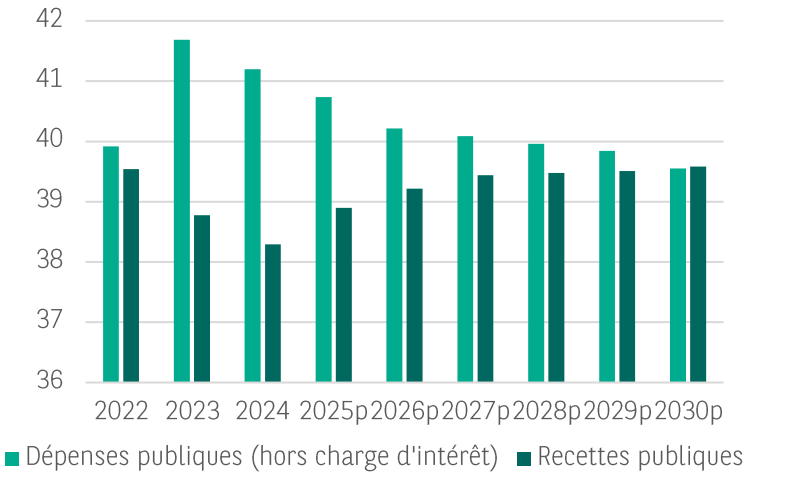
p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale (%)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Évolution des recettes et dépenses (% PIB)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

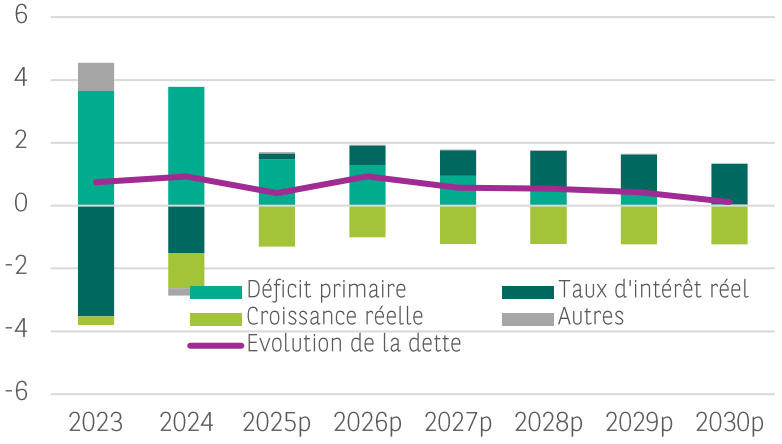
Le solde budgétaire primaire s'est progressivement redressé post-Covid, soutenu principalement par l'amélioration de la croissance, mais il reste élevé comparativement au reste de l'Europe. Néanmoins, les ajustements structurels ont été importants en 2025, notamment du côté des recettes. Cette dynamique devrait se poursuivre en 2026 (les contours du budget 2026 seront dévoilés le 26 novembre prochain lors du discours d'automne de Rachel Reeves). **Dans l'hypothèse que la consolidation se poursuive (guidée par le respect des règles budgétaires), le solde primaire reviendrait à l'équilibre à horizon 2030,** améliorant la soutenabilité des finances publiques. En effet, le solde primaire atteindrait alors un niveau qui autorisera une stabilisation de la dette publique à cet horizon.

Le recul progressif de l'inflation vers la cible des 2% (horizon 2028), ainsi que le rythme de croissance de l'activité assez limité réduiront l'effet amortisseur sur la dynamique d'endettement. La croissance du PIB réel se renforcerait légèrement à 1,3% en 2025, suivie d'un ralentissement à 1,0% en 2026. La croissance se stabiliserait ensuite à son rythme potentiel (1,2%). Le taux d'intérêt apparent, pour sa part, se stabilisera entre 3,0%-3,2% sur l'horizon de projection (l'effet de la hausse des taux d'intérêt à taux fixe sera compensé par le recul de l'inflation, 24% de la dette y étant indexée).

À horizon 2027, nous anticipons que le plus gros de l'ajustement budgétaire se fera par les recettes, notamment avec la poursuite de la hausse de certaines taxes. Par la suite, l'équilibre de l'ajustement budgétaire entre recettes et dépenses sera mieux réparti afin de ne pas trop obérer l'activité à l'approche des élections législatives en 2029. Les recettes en part du PIB progresseraient ainsi de 1,2 point de PIB entre 2024 et 2027, puis de 0,3 pp à la fin de la décennie. Les dépenses publiques (hors charge d'intérêts) reculeraient en proportion du PIB dans une moindre ampleur en 2024-2027 (-0,8 pp) avant un recul additionnel de 0,6 pp à horizon 2030.

ROYAUME-UNI : trajectoire d'endettement maîtrisée mais risques à la hausse importants (2)

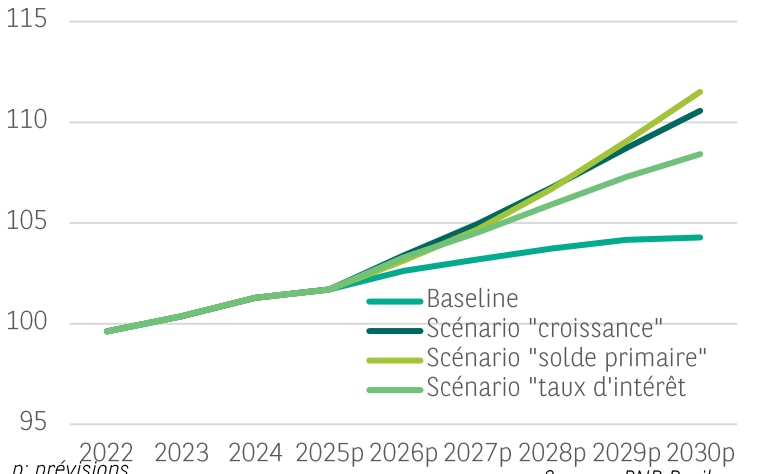
Contributeurs à l'évolution du ratio d'endettement (pp)



p: prévisions

Source : BNP Paribas

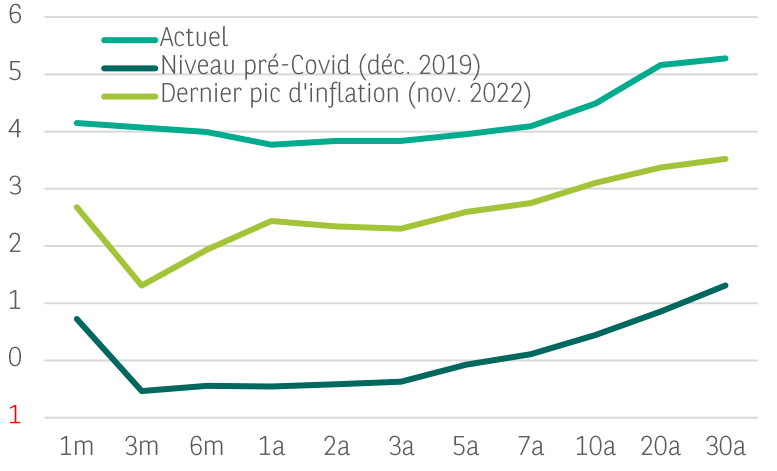
Sensibilité de la dette publique (% PIB)



p: prévisions

Source : BNP Paribas

Courbe des taux (%)



Note: les données sont lissées sur un mois

Sources : LSEG, BNP Paribas

Le fort recul du déficit primaire dû aux efforts d'ajustement structurel sera le principal contributeur au ralentissement de la hausse du ratio d'endettement. Il fera plus que compenser la pression accrue des taux d'intérêt réels qui serait ainsi le premier facteur défavorable à partir de 2028. La hausse des taux d'intérêt réels sera toutefois modérée d'ici à 2027 par l'impact du repli de l'inflation sur le taux apparent de la dette indexée.

Le taux de croissance réel jouerait, pour sa part, à la baisse de façon relativement stable sur l'évolution du ratio d'endettement au cours des cinq prochaines années.

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.

Dans notre scénario central, le ratio d'endettement se stabiliserait sous la barre des 105% du PIB d'ici la fin de la décennie. En revanche, un choc de croissance ou de déficit plus marqué inverserait nettement cette tendance, et entraînerait une remontée du ratio d'endettement au-delà de 110% du PIB.

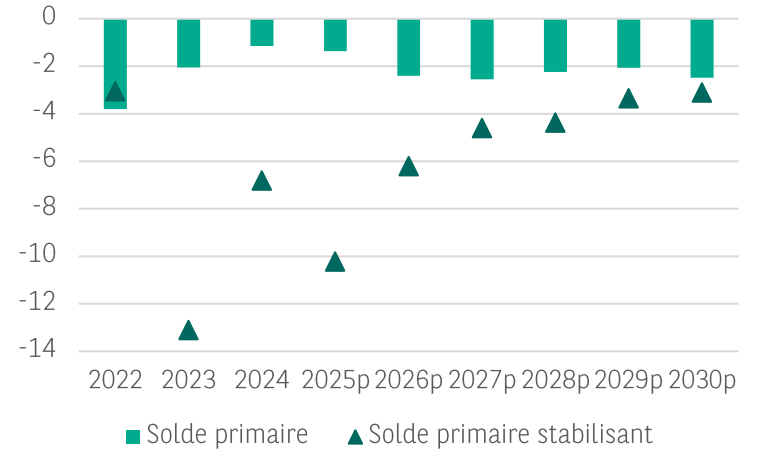
Le scénario de hausse des taux d'intérêt apparaît, quant à lui, moins pénalisant à moyen terme : la maturité moyenne résiduelle de la dette (14 années) est relativement élevée, et la part d'obligations indexées sur l'inflation (24%), dont le rendement sera atténué par le ralentissement de cette dernière, est importante.

La courbe des taux s'est très nettement déplacée à la hausse par rapport au niveau pré-Covid et au dernier pic d'inflation.

La courbe reste haute mais peu pentue : le maintien de taux directeurs élevés limite le repli des taux courts. De plus, ceux-ci ne devraient reculer que modérément au vu du nombre restreint de baisses de taux attendues de la part de la BoE (deux supplémentaires selon nos prévisions) conduisant à un taux terminal élevé (3,5%). Les taux longs ont reculé depuis le mois de septembre 2025, mais les anticipations de persistance de l'inflation et la perspective d'une nouvelle augmentation de la dette publique d'ici à la fin de la décennie limitent ce recul.

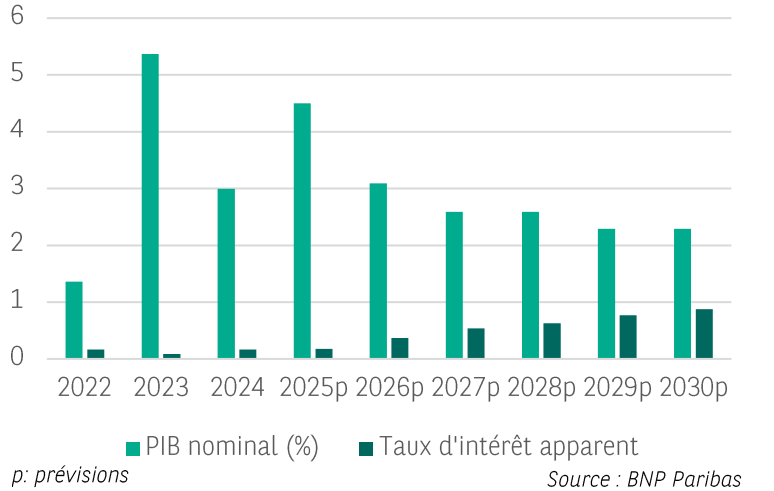
JAPON : la baisse du ratio de dette repose sur des bases fragiles (1)

Solde primaire (% PIB)



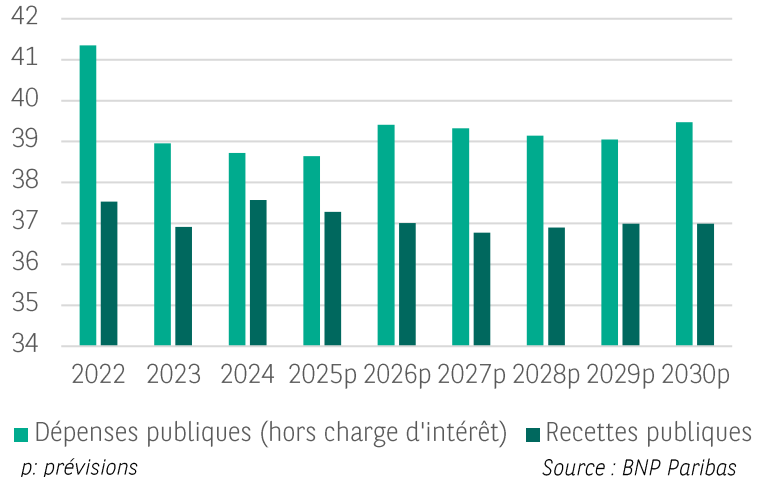
p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Taux d'intérêt apparent vs. croissance nominale (%)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Évolution des recettes et dépenses (% PIB)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

Le déficit primaire du Japon se serait réduit en 2025 mais devrait augmenter de nouveau vers 2 points de PIB dans les prochaines années, du fait de pressions haussières sur la dépense publique.

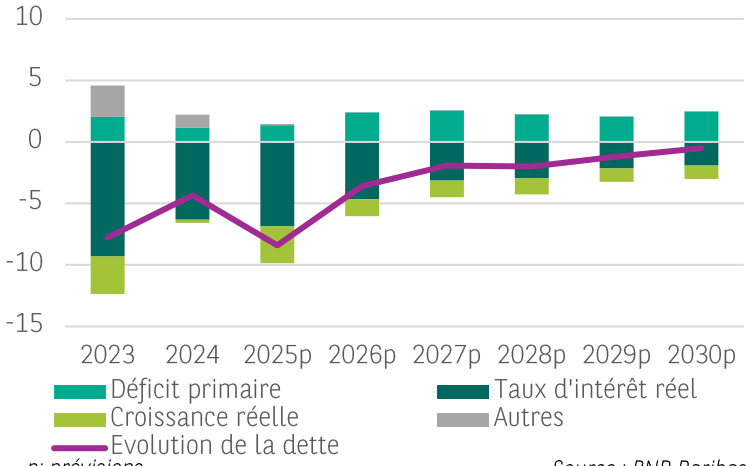
Ces niveaux de déficits n'empêcheraient pas, au moins à court terme, une diminution de la dette publique permise par une inflation plus élevée, et qui ne sera pas compensée à court terme par l'augmentation des taux d'intérêt.

L'écart entre la croissance nominale et le taux d'intérêt apparent devrait se réduire tout en demeurant significatif. C'est la principale conséquence du nouveau régime d'inflation (au-dessus de 2% a/a depuis avril 2022, à comparer avec une moyenne de 0,1% entre 2000 et 2021) et d'une économie évoluant autour de son niveau potentiel (estimé à 0,6% annuel). L'effet de la hausse récente des taux obligataires se manifestera sur le taux apparent progressivement. Ainsi, l'écart avec la croissance nominale devrait rester favorable, permettant à l'endettement public de reculer, malgré le maintien d'un déficit primaire.

La dépense publique primaire du Japon devrait rester sensiblement élevée (au-dessus de 39% du PIB) au regard de son niveau pré-pandémique (36,5% en 2019), en raison des besoins liés au **vieillissement de la population** voire des besoins en matière de défense. Elle devrait être soutenue par le vote régulier de **budgets supplémentaires visant à soutenir les ménages face à l'inflation. Du côté des recettes, nous les attendons stables après la forte hausse post-pandémique liée à la hausse des profits rapatriés.**

JAPON : la baisse du ratio de dette repose sur des bases fragiles (2)

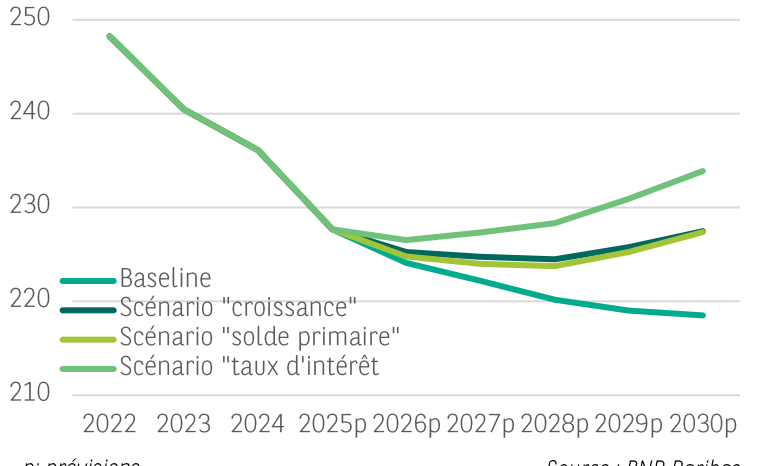
Contributeurs à l'évolution du ratio d'endettement (pp)



p: prévisions *Source : BNP Paribas*

La baisse du ratio de dette publique sur PIB devrait ralentir, et la dette publique se stabiliserait à la fin de la décennie. Dans un premier temps, l'effet nominal lié à l'inflation (taux d'intérêt réel négatif) va se poursuivre, favorisant la soutenabilité des déficits primaires. Sa dissipation, sur fond de renouvellement de la dette à des taux plus élevés couplé à des perspectives de croissance limitées, va, au fil du temps, donner plus de poids au déficit primaire dans la dynamique de la dette publique.

Sensibilité de la dette publique (% PIB)

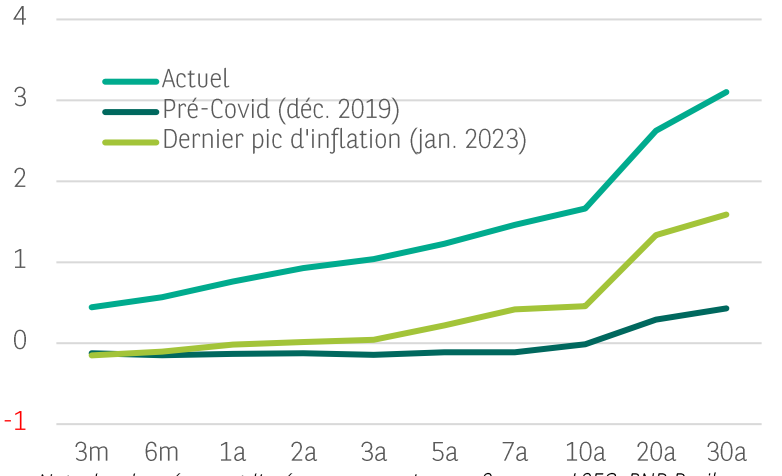


p: prévisions *Source : BNP Paribas*

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.

Les scénarios alternatifs mettent en exergue la fragilité de la situation japonaise en dépit de la baisse importante du ratio de dette publique sur le PIB que nous anticipons en scénario central. Un choc de taux plus conséquent engendrerait un rebond marqué du ratio de dette publique dès 2028. Une détérioration plus marquée du « solde primaire » ou une détérioration de la croissance aurait un impact voisin, en empêchant toute nouvelle réduction de l'endettement public au-delà de 2026.

Courbe des taux (%)



Note: les données sont lissées sur un mois *Sources : LSEG, BNP Paribas*

Le Japon doit désormais composer avec des taux d'intérêt nettement plus élevés. Ces derniers ont significativement augmenté ces dernières années en raison d'une combinaison de causes : inflation post-pandémique, détérioration des finances publiques et réduction du rythme d'achats de la Banque du Japon (BoJ). La pentification prononcée de l'actuelle courbe des taux sur les maturités les plus longues témoigne des inquiétudes grandissantes concernant la soutenabilité de la dette publique japonaise malgré sa diminution récente.

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, Europe du Sud	+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, Royaume-Uni – 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 – Türkiye	+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, Allemagne, Pays-Bas	+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 exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. 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. 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 SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles 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. BNP Paribas est susceptible notamment 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. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. 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 en vigueur, 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 desquelles 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.