

N° 1996

ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

DIX-SEPTIÈME LÉGISLATURE

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 23 octobre 2025.

RAPPORT

FAIT

AU NOM DE LA COMMISSION DES FINANCES, DE L'ÉCONOMIE GÉNÉRALE ET DU CONTRÔLE
BUDGÉTAIRE SUR LE PROJET DE **loi de finances pour 2026** (n° 1906),

PAR M. PHILIPPE JUVIN,
Rapporteur général
Député

ANNEXE N° 22

ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT

Rapporteur spécial : M. KÉVIN MAUVIEUX

Député

SOMMAIRE

	Pages
PRINCIPALES OBSERVATIONS DU RAPPORTEUR SPÉCIAL	5
DONNÉES CLÉS	9
LES CRÉDITS DE LA MISSION <i>ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT</i>	11
I. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 117 <i>CHARGE DE LA DETTE ET TRÉSORERIE DE L'ÉTAT REDEVIENNENT PARTICULIÈREMENT DYNAMIQUES</i>	14
A. L'ENCOURS DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT CONTINUE DE PROGRESSER À UN RYTHME CROISSANT	14
1. L'évolution de l'encours de la dette négociable et de ses caractéristiques.....	14
2. Le besoin de financement de l'État sera élevé en 2026.....	19
B. LA POURSUITE DE LA HAUSSE DE LA CHARGE DE LA DETTE	23
1. Une charge de la dette alourdie par la hausse du volume de la dette couplée à celle des taux d'intérêts, en dépit de la baisse de l'inflation.....	23
2. Un encours de dette indexée sur l'inflation porteur d'une charge de la dette toujours trop élevée en 2025	25
a. Les émissions de titres indexés se poursuivent avec une cible avoisinant les 10 % ...	26
b. L'encours de dette indexée sur l'inflation représente 12,2 % du stock total	27
3. La normalisation des politiques monétaires et la perspective de taux d'intérêt de long terme structurellement plus élevés.....	32
4. Le creusement du <i>spread</i> des taux et la dégradation relative des conditions de financement de la France	35
C. LA CHARGE BUDGÉTAIRE LIÉE À LA GESTION DE LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT SE MAINTIENT À UN NIVEAU FAIBLE.....	38
II. LE PROGRAMME 114 <i>APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT</i>	39
A. LES APPELS EN GARANTIE AU TITRE DES PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT MOBILISENT TOUJOURS L'ESSENTIEL DES CRÉDITS DU PROGRAMME	40

B. LES DÉPENSES PRÉVISIONNELLES LIÉES AUX APPELS EN GARANTIE DES AUTRES ACTIONS DU PROGRAMME	41
III. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 145 ÉPARGNE	43
A. LES DÉPENSES LIÉES AUX PRIMES D'ÉPARGNE LOGEMENT.....	43
1. La baisse de l'encours des PEL et CEL depuis 2022.....	43
2. Une forte baisse des dépenses liées aux primes d'épargne logement depuis 2010....	44
B. L'IMPORTANCE DES DÉPENSES FISCALES ASSOCIÉES AU PROGRAMME	45
IV. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 355 CHARGE DE LA DETTE DE SNCF RÉSEAU REPRIS PAR L'ÉTAT	46
V. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 336 DOTATION DU MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ	47
VI. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 344 FONDS DE SOUTIEN RELATIF AUX PRÊTS ET CONTRATS FINANCIERS STRUCTURÉS À RISQUE	48
VII. ANALYSE DU VERDISSEMENT DE LA MISSION	50
A. LA PROGRESSION DE L'OAT VERTE	50
B. UN IMPACT ESSENTIELLEMENT NEUTRE SUR L'ENVIRONNEMENT DES DÉPENSES RATTACHÉES À LA MISSION.....	51
EXAMEN EN COMMISSION	53
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LE RAPPORTEUR SPÉCIAL	57

L'article 49 de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances (LOLF) fixe au 10 octobre la date limite pour le retour des réponses aux questionnaires budgétaires.

Cette année, le projet de loi de finances pour 2026 n'a été déposé que le mardi 14 octobre, et aucune réponse n'avait été apportée au 10 octobre, date limite fixée par l'article 49 de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances pour le retour des réponses aux questionnaires budgétaires.

Au vendredi 17 octobre, le taux de réponse s'élevait à 100 %.

PRINCIPALES OBSERVATIONS DU RAPPORTEUR SPÉCIAL

Après avoir renoué avec la croissance en 2025, les crédits de la mission *Engagements financiers de l'État* poursuivent leur augmentation en 2026 et s'établiraient à **60,4 milliards d'euros en crédits de paiement, en hausse de 4,4 milliards d'euros** par rapport à la loi de finances initiale (LFI) pour 2025 et de **6,5 milliards d'euros** par rapport à la prévision actualisée pour 2025.

• **Cette hausse est essentiellement due à l'évolution des crédits alloués au programme 117 *Charge de la dette et trésorerie de l'État*, qui s'élèveraient à 58,6 milliards d'euros en 2026**, soit une hausse de 4,4 milliards d'euros par rapport aux crédits prévus en LFI pour 2025 (+ 8,1 %) et de 7,3 milliards d'euros par rapport au montant révisé à l'occasion du présent projet de loi.

En particulier, la charge de la dette portée par l'action 01 du programme 117 s'élèverait à **58 milliards d'euros** en 2026, soit + 4,5 milliards d'euros par rapport à la prévision initiale 2025 (+ 8,4 %) et + 7,2 milliards d'euros par rapport à la prévision révisée 2025 (+ 14,2 %). L'évolution résulte principalement d'un effet volume (+ 4,1 milliards d'euros en 2026) et d'un effet taux (+ 2,8 milliards d'euros).

L'encours de dette négociable de l'État augmente de manière marquée et le volume du stock de dette se répercute désormais pleinement sur la charge d'intérêt du fait de taux d'emprunt sensiblement plus élevés. À fin 2024, l'encours actualisé de la dette négociable de l'État atteint **2 602 milliards d'euros**, en hausse de **172 milliards d'euros** sur un an. L'encours nominal s'établirait à **2 748 milliards d'euros** fin 2025 puis **2 889 milliards d'euros** fin 2026. Depuis le choc de 2020 (+ 178 milliards d'euros d'augmentation en un an), le rythme moyen annuel de progression de l'encours de la dette s'établit à + **156 milliards d'euros** entre 2020 et 2024, soit 2,4 fois le rythme observé sur 2012-2019 (+ 64 milliards d'euros par an).

Malgré la stabilisation de l'inflation et la normalisation de la politique monétaire, les conditions de financement relatives de la France à moyen et long terme se sont sensiblement dégradées en 2024 et 2025 en raison de la persistance de déficits publics élevés et de l'instabilité politique qui se traduit par une absence de cohérence et de prévisibilité budgétaires. Les niveaux préoccupants atteints aujourd'hui sur ces missions ne sont que les résultats cumulés de cinquante années de déficits successifs. L'écart de taux (ou *spread*) souverain entre la France et l'Allemagne à 10 ans s'est accentué. Il était d'environ 50 points de base à la fin de l'année 2023 et oscille depuis juin 2024 autour de 70 à 80 points de base (77 points de base en moyenne en octobre 2025), tandis que la notation souveraine française a été abaissée par les trois principales agences de notation. Le gouvernement prévoit un taux d'intérêt

de l'obligation assimilable au Trésor (OAT) à 10 ans à 3,7 % en moyenne en 2025 et 3,8 % en 2026. En revanche, à court terme, les taux d'intérêt français ne se distinguent pas particulièrement du reste de la zone euro et demeureraient proches des taux directeurs de la Banque centrale européenne. Ainsi le taux des bons du Trésor français (BTF) à 3 mois se stabiliserait à 2 % en moyenne en 2025 et atteindrait 2,25 % en 2026.

Le rapporteur spécial continue d'attirer l'attention et d'alerter sur certaines caractéristiques de notre dette qui lui semblent porteuses de risques intrinsèques.

La détention par les non-résidents reprend sa progression du fait de la normalisation de la politique monétaire. La part de la dette négociable détenue par des non-résidents s'élève à 55,4 % au 30 juin 2025 après un point bas de 47,8 % en 2021 du fait des achats de titres souverains par la Banque de France dans un contexte d'assouplissement monétaire. Cette part varie selon les instruments considérés : les BTF sont détenus à 82,5 % par des non-résidents, les OAT nominales à 53 %, les OAT indexées sur l'inflation européenne à 32,8 % et OAT indexées sur l'inflation française à 16,2 %. **Au-delà de la part substantielle de la dette détenue par des non-résidents, le rapporteur spécial continue de regretter l'absence de connaissance fine de la nationalité des détenteurs de la dette – une ignorance qui lui semble inconsidérée dans le contexte géopolitique actuel.** Il enjoint le gouvernement à conduire des enquêtes statistiques plus poussées pour s'assurer de l'absence de concentration de la dette dans les mains de certains acteurs.

Par ailleurs, l'encours de la dette indexé sur l'inflation représente **302 milliards d'euros** au 31 août 2025, soit 12,2 % de la dette de moyen-long terme – dont 78,1 % est indexé sur l'inflation européenne, le reste étant indexé sur l'inflation domestique. Le reflux de l'inflation depuis 2024 ne doit pas faire oublier le coût considérable payé par la France au moment de la poussée inflationniste de 2022 et 2023 avec une provision budgétaire pour indexation qui a culminé respectivement à 15,5 et 15,8 milliards d'euros durant ces deux années. À ce titre, le rapporteur spécial considère que **le volume d'encours indexé devrait être réduit** afin de préserver les marges de manœuvre financières de l'État en période d'inflation soutenue. Plusieurs pays développés ont, à cet égard, mis fin ou considérablement réduit leur programme d'émission de titres indexés : Canada (2022), Allemagne (2023), Royaume-Uni (depuis 2018) ou encore Suède (2024).

L'ensemble confirme une trajectoire d'encours et de charge de la dette orientée à la hausse, sous contrainte de marché accrue, justifiant une vigilance renforcée sur le pilotage du déficit et la composition des émissions. L'hypothèse de chocs de taux significatifs se renforce dans un contexte budgétaire, économique et géopolitique incertain. D'après les dernières estimations du gouvernement, un choc de + 1 point sur toute la courbe de taux

majorerait la charge de la dette de l'État d'environ **3,1 milliards d'euros** la première année, **7,5 milliards d'euros** la deuxième, **18,4 milliards d'euros** la cinquième.

- La dotation demandée au titre du programme 114 *Appels en garantie de l'État* s'élèverait à 790 millions d'euros en 2026, après 985 millions d'euros prévus en LFI pour 2025. Ce montant devrait être sensiblement revu à la hausse en raison d'une réévaluation du montant des appels en garantie au titre des prêts garantis par l'État (PGE). **Au lieu des 571 millions d'euros anticipés pour 2025, la dépense devrait atteindre 1,1 milliard d'euros cette année. Le rapporteur estime que ce dérapage flagrant pour 2025 illustre les difficultés économiques du pays qui entraînent un nombre record de faillites d'entreprises sur les derniers mois.**

- La dotation du programme 145 *Épargne* renouerait avec une tendance baissière en 2026 et est fixée à 96 millions d'euros contre 113 millions d'euros en 2025. Cette baisse de 15 % s'inscrit dans un contexte général **d'extinction progressive des primes d'épargne logement versées par l'État lors de la mobilisation de comptes épargne-logement (CEL) ou de la clôture de plans d'épargne-logement (PEL)**. Les dépenses fiscales associées au programme se maintiendraient à un niveau élevé autour de 7,1 milliards d'euros en 2026. Le rapporteur spécial continue d'insister sur l'absence d'évaluation de plus de la moitié de ces dépenses fiscales qui limite l'information du Parlement.

- Les crédits alloués en 2026 au programme 355 *Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État* s'établiraient à 661 millions d'euros en 2026, en baisse de 31 millions d'euros par rapport à 2025.

- La dotation du programme 344 *Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque*, destiné à **aider les collectivités territoriales ayant souscrit des emprunts dits « toxiques »**, s'élèverait à **179 millions d'euros**, en légère augmentation de 7 millions d'euros par rapport à 2025 (+ 4,1 %).

- Le présent projet de loi de finances fait par ailleurs apparaître un nouveau programme par rapport à la loi de finances pour 2025. Le programme 336 *Dotations du Mécanisme européen de stabilité* financière est ainsi doté de 38 millions d'euros en 2026 au titre de la révision de la clé de répartition du capital de ce mécanisme qui a pour but d'**assister les États de la zone euro qui éprouveraient de graves problèmes de financement**. Le rapporteur soulève que, compte tenu de nos graves dérapages budgétaires, de la dérive de notre dette et de sa charge, et des rabais obtenus sur les contributions à l'Union européenne par nos homologues européens – sans que la France n'en bénéficie –, il apparaît déplacé d'ajouter une ligne afin d'aider les pays en difficultés financières au sein de l'UE quand les Français les plus modestes sont appelés à se serrer la ceinture.

Enfin, **le rapporteur spécial tient à rassurer les ménages français.** Dans ce contexte d'instabilité, un discours politique tend à affirmer que les taux d'intérêt appliqués à la dette française impacteraient les taux d'intérêts appliqués aux ménages français et aux entreprises dans l'économie réelle. Or, **lors des auditions, il a été confirmé au rapporteur que les taux d'intérêt auxquels la France emprunte n'impactent pas les crédits et l'investissement des ménages ou des entreprises.**

DONNÉES CLÉS

ÉVOLUTION PLURIANNUELLE DES CRÉDITS DE LA MISSION

(en crédits de paiement, en milliards d'euros)



Source : commission des finances d'après les documents budgétaires.

ÉVOLUTION DES CRÉDITS PAR PROGRAMME ENTRE 2025 ET 2026

(en millions d'euros)

	Autorisations d'engagement			Crédits de paiement		
	LFI 2025	PLF 2026	Évolution PLF 2026 / LFI 2025 (en valeur et %)	LFI 2025	PLF 2026	Évolution PLF 2026 / LFI 2025 (en valeur et %)
Programme 117 Charge de la dette et trésorerie de l'État	54 207	58 615	+ 4 408 + 8,1 %	54 207	58 615	+ 4 408 + 8,1 %
Programme 114 Appels en garantie de l'État	985	790	- 195 - 19,8 %	985	790	- 195 - 19,8 %
Programme 145 Épargne	113	96	- 17 - 15,0 %	113	96	- 17 - 15,0 %
Programme 355 Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État	692	661	- 31 - 4,5 %	692	661	- 310 - 4,5 %
Programme 336 Dotation du Mécanisme européen de stabilité	-	37	-	-	37	-
Programme 344 Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque	-	-	-	172	179	+ 7,0 + 4,1 %
Total	55 997	60 200	+ 4 202 + 7,5 %	56 169	60 379	+ 4 210 + 7,5 %

Source : commission des finances d'après le projet de loi de finances pour 2026.

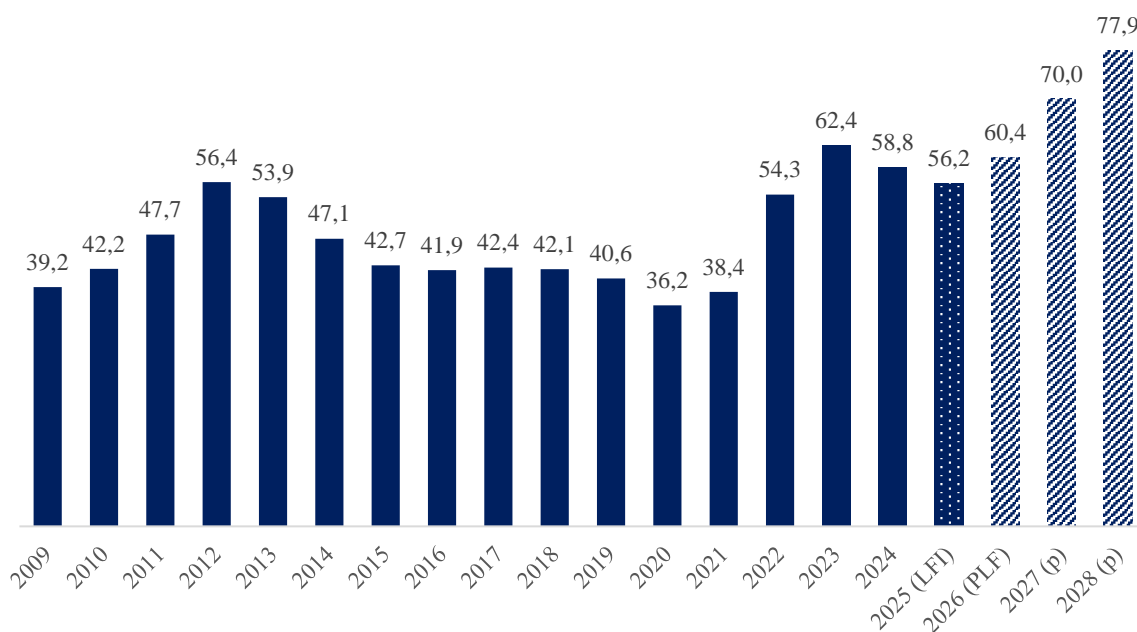
LES CRÉDITS DE LA MISSION ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT

Après le point historiquement bas atteint en 2020, les crédits de paiement (CP) de la mission *Engagements financiers de l'État* ont connu une progression inédite à partir de 2022. La hausse sans précédent de l'encours de la dette durant la crise sanitaire, couplée à la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt à partir de 2022 a porté la charge de la dette – qui représente 97 % des crédits de la mission – à un niveau inégalé de 62,4 milliards d'euros en 2023.

Si ces crédits ont connu un repli conjoncturel en 2024 et 2025 du fait du reflux de l'inflation et corrélativement de la diminution de la charge de la dette, leur montant s'élèverait en 2026 à **60,4 milliards d'euros**, correspondant à une **hausse de 4,2 milliards d'euros par rapport à la loi de finances initiale (LFI) pour 2025**. Cette augmentation confirme la tendance haussière de long terme de la charge de la dette, qui devrait s'accélérer à l'horizon 2027.

ÉVOLUTION DES CRÉDITS DE PAIEMENT DE LA MISSION ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT (À PÉRIMÈTRE COURANT*)

(en crédits de paiement, en milliards d'euros)



* Le projet de loi de finances pour 2024 a intégré le programme 355 *Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État*, auparavant intégré à la mission *Écologie, développement et mobilité durables*, au sein de la mission *Engagements financiers de l'État*.

Source : commission des finances d'après les documents budgétaires.

Dans le détail, l'évolution des crédits proposés sur le périmètre de la mission résulte des mouvements suivants :

– le programme 117 *Charge de la dette et trésorerie de l'État*, qui représente 97,1 % des CP de la mission, verrait ses crédits **augmenter de**

4,4 milliards d’euros (+ 8,1 %) par rapport à la LFI pour 2025. Cette hausse serait la conséquence de l’augmentation de l’encours total de dette et de la hausse des taux d’intérêt de long terme ;

– le programme 114 *Appels en garantie de l’État* (1,3 % des crédits de la mission) connaîtrait une **baisse de ses crédits en 2026 (– 195 millions d’euros** par rapport à la LFI 2025), évolution liée principalement à la diminution des crédits de l’action 03 *Financement des entreprises et industrie*, retraçant notamment le coût anticipé pour l’État des appels en garantie au titre des PGE ;

– les crédits alloués au programme 145 *Épargne* (0,2 % des crédits de la mission) connaîtraient une **baisse de 17 millions d’euros en 2026**, en lien avec la poursuite de l’extinction des plans d’épargne-logement (PEL) et comptes épargne-logement (CEL) ;

– le programme 355 *Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l’État* (1,1 % des crédits de la mission) **verrait ses crédits diminuer de 31 millions d’euros en 2026** ;

– le programme 226 *Dotation du Mécanisme européen de stabilité* serait abondé de 37,5 millions d’euros ;

– le programme 344 *Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque* (0,1 % des crédits de la mission) connaîtrait une **hausse de ses crédits en 2026 (– 7 millions d’euros)**.

ÉVOLUTION DES CRÉDITS DE LA MISSION ENTRE 2025 ET 2026

(en millions d’euros)

	Autorisations d’engagement			Crédits de paiement		
	LFI 2025	PLF 2026	Évolution PLF 2026 / LFI 2025 (en valeur et %)	LFI 2025	PLF 2026	Évolution PLF 2026 / LFI 2025 (en valeur et %)
Programme 117 <i>Charge de la dette et trésorerie de l’État</i>	54 207	58 615	+ 4 408 + 8,1 %	54 207	58 615	+ 4 408 + 8,1 %
Programme 114 <i>Appels en garantie de l’État</i>	985	790	– 195 – 19,8 %	985	790	– 195 – 19,8 %
Programme 145 <i>Épargne</i>	113	96	– 17 – 15,0 %	113	96	– 17 – 15,0 %
Programme 355 <i>Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l’État</i>	692	661	– 31 – 4,5 %	692	661	– 310 – 4,5 %
Programme 336 <i>Dotation du Mécanisme européen de stabilité</i>	–	37	–	–	37	–
Programme 344 <i>Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque</i>	–	–	–	172	179	+ 7,0 + 4,1 %
Total	55 997	60 200	+ 4 202 + 7,5 %	56 169	60 379	+ 4 210 + 7,5 %

Source : commission des finances d’après le projet de loi de finances pour 2026.

D'après les prévisions du gouvernement, **après avoir augmenté de 7,5 % (4,2 milliards d'euros) en 2026, les crédits de la mission poursuivraient leur envolée en 2027 (+ 9,6 milliards d'euros) et en 2028 (+ 7,9 milliards d'euros).** Cette forte hausse serait entièrement provoquée par l'explosion de la charge de la dette de l'État. **Le rapporteur spécial s'alarme de cette dynamique, qui traduit l'ancrage d'un effet boule de neige de l'endettement public. Le rapporteur rappelle que, tant que la France ne connaîtra pas une gestion rigoureuse des deniers publics, ce qu'elle n'a pas connu depuis plus de cinquante ans, les déficits se poursuivront et amplifieront cet effet boule de neige.**

Il est important de rappeler que les crédits relatifs à la charge de la dette et à la trésorerie de l'État (programme 117), à la charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État (programme 355) ainsi que ceux alloués aux appels en garantie de l'État (programme 114) ne sont pas limitatifs, comme la plupart des autres crédits du budget général, mais **évaluatifs**.

L'article 10 de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF)⁽¹⁾ prévoit que ces crédits, dont le champ est strictement limité⁽²⁾, peuvent faire l'objet de dépassements sans autorisation budgétaire. Le gouvernement doit cependant informer les commissions des finances de l'Assemblée et du Sénat des motifs du dépassement et des perspectives d'exécution jusqu'à la fin de l'année, et proposer des ouvertures de crédits dans le projet de loi de finances suivant afférent à l'année concernée.

Cette dérogation à l'autorisation parlementaire s'explique par la nécessité pour l'État de couvrir certaines charges obligatoires ou quasi obligatoires alors qu'elles sont peu pilotables, du fait de l'évolution des taux d'intérêt. Les modifications pouvant être proposées au cours de l'examen parlementaire ont une portée plus limitée que dans le cas des crédits limitatifs.

(1) Loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances.

(2) Sont concernés uniquement les crédits relatifs aux charges de la dette de l'État, aux remboursements, restitutions et dégrèvements et à la mise en jeu des garanties accordées par l'État.

I. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 117 CHARGE DE LA DETTE ET TRÉSORERIE DE L'ÉTAT REDEVIENNENT PARTICULIÈREMENT DYNAMIQUES

Principaux éléments du programme 117 *Charge de la dette et trésorerie de l'État*

Après une baisse en trompe-l'œil de la charge de la dette en 2024, portée par le ralentissement de l'inflation et la baisse des taux d'intérêt de la Banque centrale européenne, **la charge de la dette poursuivrait sa hausse de long terme en 2025 et 2026, en s'élevant à 58,0 milliards d'euros, en hausse de 4,5 milliards d'euros par rapport à la prévision pour 2025.**

Cette hausse serait portée par la transmission progressive des effets de la hausse des taux d'intérêt de long terme et par la regrettable dynamique de progression de l'encours de dette depuis 2020. Cet encours s'élevait à **2 602 milliards d'euros à fin 2024 et atteindrait 2 748 milliards d'euros en 2025.**

La charge de la trésorerie diminuerait par rapport à la prévision pour 2025, pour s'élever à 599 millions d'euros en 2026.

Au total, **58,6 milliards d'euros sont demandés en AE et CP au titre du programme 117 en 2026.** La progression de cette dotation s'amplifierait à 68,7 milliards d'euros (+ 10,1 milliards d'euros) fin 2027 et à 76,7 milliards d'euros (+ 10,0 milliards d'euros) fin 2028.

A. L'ENCOURS DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT CONTINUE DE PROGRESSER À UN RYTHME CROISSANT

1. L'évolution de l'encours de la dette négociable et de ses caractéristiques

- À la fin de l'année 2024, l'encours total de la dette s'est établi à 2 602 milliards d'euros en valeur actualisée, en hausse de 172 milliards d'euros par rapport à 2023.

D'après les réponses fournies au rapporteur spécial par l'Agence France Trésor (AFT), l'encours de la dette négociable de l'État s'élèverait à **2 748 milliards d'euros en valeur nominale à la fin de l'année 2025**, et poursuivrait sa hausse en 2026 pour atteindre **2 889 milliards d'euros en valeur nominale à la fin de l'année**. Cependant, cette information donne une vision incomplète de l'évolution de l'encours de la dette négociable de l'État, car elle ne tient pas compte du supplément d'indexation donc de la valeur actualisée de la dette.

Depuis le choc de dette de l'année 2020 (+ 178 milliards d'euros), le rythme de progression moyen de l'encours de la dette négociable sur la période 2020-2024 atteint 156 milliards d'euros, et se situe à un niveau plus de 2,4 fois supérieur à celui observé entre 2012 et 2019 (+ 64 milliards d'euros par an).

ÉVOLUTION DE L'ENCOURS DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT

(en milliards d'euros)

À la fin de l'année	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Encours de la dette de l'État, valeur actualisée	1 313	1 386	1 457	1 528	1 576	1 621	1 686	1 756	1 823
Augmentation annuelle de l'encours	+ 84	+ 73	+ 70	+ 71	+ 49	+ 44	+ 66	+ 70	+ 67

À la fin de l'année	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
Encours de la dette de l'État, valeur actualisée	2 001	2 145	2 278	2 430	2 602	2 748	2 889
Augmentation annuelle de l'encours	+ 178	+ 144	+ 133	+ 152	+ 172	+ 146	+ 141

Source : commission des finances d'après les documents budgétaires.

● L'encours de la dette de l'État est composé à **92,1 % d'obligations assimilables au Trésor (OAT) de moyen et long terme**. Toutefois, la **part des bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF)** dans l'encours de la dette négociable de l'État au 31 décembre 2024 est de 7,9 % (soit 201,2 milliards d'euros), en hausse par rapport au niveau fin 2023 (169,2 milliards d'euros). Les BTF sont mobilisés par l'AFT comme outil d'absorption de chocs entraînant un besoin de financement soudain.

DÉCOMPOSITION DE L'ENCOURS DE LA DETTE EN VALEUR NOMINALE

À la fin de l'année	2021	2022	2023	2024
OAT (en milliard d'euros)	1 961,8	2 081,1	2 206,6	2 340,5
en % du total	92,7 %	93,3 %	92,9 %	92,1 %
BTF (en milliard d'euros)	155,4	148,5	169,2	201,2
en % du total	7,3 %	6,7 %	7,1 %	7,9 %

Source : commission des finances d'après les documents budgétaires.

● Afin de bénéficier, dans la durée, des meilleures conditions de financement, les émissions de l'État sont réparties entre les différentes maturités (usuellement 3 ans, 5 ans, 10 ans, 15 ans, 20 ans, 30 ans et 50 ans). En effet l'AFT suppose que plus les instruments à la disposition des investisseurs sont diversifiés tant dans leur nature que dans leur maturité, meilleures seront les conditions de financement de la France.

Après plusieurs années marquées par un allongement de la durée de vie moyenne de la dette négociable de l'État, celle-ci s'est stabilisée depuis 2022, et s'élève à **8 ans et 173 jours fin septembre 2025**, en légère hausse par rapport à la fin de l'année 2024 (+ 1 jour). L'allongement de cette durée de vie moyenne, mené par l'AFT à la faveur d'une période de taux d'intérêt historiquement bas, rend la charge de la dette plus résiliente à moyen terme face à la remontée structurelle des taux observée depuis 2022.

ÉVOLUTION DE LA DURÉE DE VIE DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT

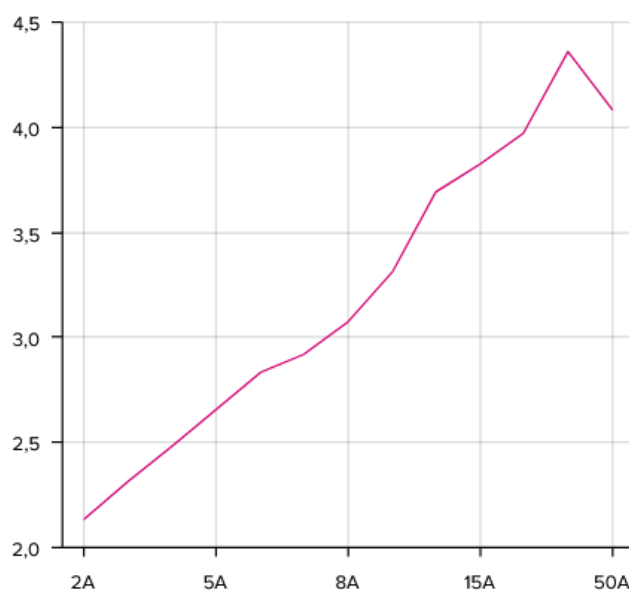
À la fin de l'année	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Durée de vie moyenne de la dette négociable (après swaps)	7 ans et 47 jours	7 ans et 195 jours	7 ans et 296 jours	7 ans et 336 jours	8 ans et 63 jours	8 ans et 73 jours	8 ans et 153 jours

À la fin de l'année	2022	2023	2024	2 octobre 2025
Durée de vie moyenne de la dette négociable (après swaps)	8 ans et 184 jours	8 ans et 168 jours	8 ans et 172 jours	8 ans et 173 jours

Source : rapports annuels et site de l'Agence France Trésor.

Cet allongement a découlé de la hausse de la maturité moyenne des émissions de l'AFT, qui est passée de 8,1 ans pour les titres émis en 2012 à 12,4 ans pour ceux émis en 2021, en réponse à la demande des investisseurs en recherche de rendement dans un environnement de taux bas. La remontée des taux d'intérêt a conduit en 2023 à un retournement de cette tendance.

COURBE DES TAUX D'INTÉRÊT DES OBLIGATIONS SOUVERAINES FRANÇAISES SELON LEUR MATURITÉ



Source : Boursorama.com au 3 novembre 2025.

● **La fin du cycle d'assouplissement monétaire conduit par les banques centrales conduit à une hausse de la part de la dette détenue par les non-résidents.**

Entre 2014 et 2021, la part de la dette négociable détenue par des non-résidents a diminué de près de 16 points en raison de l'importance des achats de la Banque de France dans le cadre des programmes d'achats de titres de l'Eurosystème ⁽¹⁾. Dans un contexte de normalisation des politiques monétaires,

(1) Le programme d'achats lancé en 2015 (« Public Sector Purchase Programme », PSPP) et le programme d'achats d'urgence face à la pandémie lancé au printemps 2020 (« Pandemic Emergency Purchase Programme », PEPP) ont pris fin au cours de l'année 2022.

l'arrêt des programmes d'achats d'actifs à compter du 1^{er} juillet 2022 et la fin des réinvestissements de ces actifs à compter du 1^{er} mars 2023 ont conduit à une inversion de cette tendance. **À la fin du premier semestre 2025, la part de la dette négociable détenue par des non-résidents s'élevait ainsi à 55,4 % (+ 7,6 points par rapport à 2021).**

DÉTENTION PAR LES NON-RÉSIDENTS DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT

(en %)

Date	Détention par des non-résidents
31 décembre 2010	67
31 décembre 2011	64
31 décembre 2012	61,9
31 décembre 2013	63,5
31 décembre 2014	63,6
31 décembre 2015	61,9
31 décembre 2016	58,3
31 décembre 2017	54,5
31 décembre 2018	52,3
31 décembre 2019	53,6
31 décembre 2020	50,1
31 décembre 2021	47,8
31 décembre 2022	50,1
31 décembre 2023	53,2
31 décembre 2024	54,6
30 juin 2025	55,4

Source : principaux chiffres de la dette publiés par l'Agence France Trésor.

La part de la dette négociable détenue par des non-résidents varie toutefois fortement selon l'instrument de dette. Aussi, à la fin du deuxième trimestre de l'année 2025 :

– **les BTF sont détenus à 83 % par des non-résidents**, car ils constituent un instrument privilégié de placement des réserves de change pour les portefeuilles de liquidité des banques centrales, et jouent un rôle de collatéral dans le cadre de transactions sur des produits dérivés ;

– **la part des OAT nominales détenue par des non-résidents s'élève à 53 %**, tandis que cette part est plus faible pour les OAT indexées sur l'inflation européenne (OAT€ – 33 %) et *a fortiori* pour les OAT indexées sur l'inflation française (OATi – 16 %), prisées par les investisseurs nationaux pour rémunérer les produits d'épargne réglementée.

**DÉTENTION DES TITRES DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT PAR TYPE DE PRODUIT
AU 2^E TRIMESTRE 2025**

(en %)	Résidents	Non-résidents
OAT	47,0	53,0
OAT€	67,2	32,8
OATi	83,8	16,2
BTF	17,5	82,5

Source : principaux chiffres de la dette publiés par l'Agence France Trésor.

Le rapporteur spécial regrette que l'État ne puisse pas connaître la nationalité et l'activité des détenteurs des obligations souveraines françaises. Les personnes rencontrées par le rapporteur spécial ont soulevé plusieurs obstacles qui s'opposent à l'obtention de ces informations.

Légalement, l'article L. 228-2 du code de commerce interdit aux personnes morales de droit public de connaître l'identité des détenteurs de leurs titres de dette.

Techniquement, les différentes personnes interrogées par le rapporteur spécial estiment que l'organisation du marché des obligations souveraines ne permet pas aisément de suivre chacune des obligations émises et donc d'en connaître les détenteurs.

Enfin, même si **la plupart des personnes interrogées affirment que la connaissance de la nationalité des détenteurs de notre dette n'aurait aucun impact sur les marchés et sur les investisseurs eux-mêmes**, selon l'AFT, en opportunité les investisseurs ne souhaitant pas dévoiler leurs positions, toute collecte d'information pourrait se révéler coûteuse.

Malgré tout, le rapporteur spécial estime que l'État doit avoir accès à une information stratégique et cruciale pour sa souveraineté. Aujourd'hui, il est fait l'hypothèse que la détention de la dette française est multiple, mais aucune donnée objective ne permet de l'étayer. Il recommande de conduire des enquêtes statistiques plus poussées compatibles avec les obstacles énoncés plus haut. Elles devraient permettre d'obtenir une information plus fine que celle dont nous disposons actuellement et qui se contente de distinguer la part des résidents de celle des non-résidents. Notons que la plupart des personnes interrogées sont favorables à la demande du rapporteur quant à la connaissance de ces éléments.

2. Le besoin de financement de l'État sera élevé en 2026

Les émissions de titres de dette constituent la principale modalité de couverture du besoin de financement de l'État. Aussi, l'encours de la dette négociable dépend du niveau du besoin de financement. Ce besoin de financement comprend à la fois l'amortissement de la dette (le fait de faire « rouler » la dette ne conduisant pas à une hausse de son encours total) et le déficit à financer (qui se traduit pour sa part essentiellement par une hausse de cet encours).

• **Pour 2025**, le projet de loi de finances pour 2026 a révisé à la baisse de 5,8 milliards d'euros **le besoin de financement de l'État par rapport aux prévisions** de la loi de finances initiale pour 2025. Celui-ci **s'établirait en 2025 à 297,7 milliards d'euros au lieu des 303,5 milliards d'euros anticipés à l'automne 2024**. Cette baisse résulte essentiellement de celle du déficit à financer (– 8,5 milliards d'euros), en partie compensée par la hausse des autres besoins de financement (+ 2,9 milliards d'euros).

• **En 2026**, le **besoin de financement de l'État s'élèverait à 305,7 milliards d'euros**. Il serait constitué d'un déficit budgétaire de 124,4 milliards d'euros et d'amortissements de titres à moyen et long termes de 175,8 milliards d'euros en valeur actualisée.

Ce besoin de financement serait couvert par des émissions de dette à moyen et long termes s'élevant à 310 milliards d'euros, un niveau inédit (+ 10 milliards d'euros par rapport à 2025), tandis que la variation de l'encours de titres de court terme serait de – 2,3 milliards d'euros.

Le rapporteur spécial continue d'alerter sur l'absence de fiabilité de la prévision de variation de l'encours de titres de court terme. En 2023 et 2024, l'émission de ces titres a essentiellement servi de variable d'ajustement pour financer sur le court terme les dérapages budgétaires successifs. Ces dérapages se traduisent par un écart de + 30,1 milliards d'euros sur le volume des encours de titres de court terme entre la prévision actualisée pour 2024 et celle de la LFI 2024

Le rapporteur ajoute, de plus, que **le niveau de non-résidents, supérieur à 82 % sur les titres de court terme, rend les comportements et les taux potentiellement plus risqués sur cet encours de court terme**. Lors des auditions, certaines personnes étaient en accord sur ce risque, d'autre pas du tout. L'absence d'avis commun démontre bien l'existence d'un risque dont nous devons tenir compte.

En 2025, le volume de titres émis à court terme devrait être plus modéré : 5,8 milliards d'euros d'après la révision opérée par le présent projet de loi. Encore faut-il mettre ce montant en regard des 0,5 milliard d'euros prévus par la loi de finances initiale pour l'année 2025. **Pour 2026, si l'instabilité politique et l'incapacité du gouvernement à tenir la prévision budgétaire annoncée devaient perdurer, les émissions de titres à court terme continueraient de se maintenir à des niveaux élevés.**

ÉVOLUTION DU BESOIN DE FINANCEMENT ET DE SA COUVERTURE

(en milliards d'euros)

	Exécution 2023	Exécution 2024	LFI 2025	2025 (révisé)	PLF 2026	Écart 2026/2025 révisé
Besoin de financement	314,6	305,7	303,5	297,7	305,7	+ 8,0
Amortissement de titres d'État à moyen et long termes	149,6	155,1	168,2	168,0	175,8	+ 7,8
Amortissement de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État	3,0	2,7	1,1	1,1	2,5	+ 1,4
Déficit à financer	173,0	155,9	139,0	130,5	124,4	- 6,1
Autres besoins de financement (*)	- 1,0	- 8,1	- 4,8	- 1,9	3,0	+ 4,9
Ressources de financement	314,6	305,7	303,5	297,7	305,7	+ 8,0
Émissions à moyen et long termes nettes des rachats(**)	276,6	291,5	300,0	300,0	310,0	+ 10,0
Variation des BTF (+ si augmentation de l'encours ; - sinon)	+ 20,8	+ 31,9	+ 0,5	+ 5,8	- 2,3	- 8,1
Variation des dépôts des correspondants (+ si augmentation de l'encours ; - sinon)	- 11,5	- 5,9	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0
Variation des disponibilités du Trésor à la Banque de France et des placements de trésorerie de l'État (+ si diminution ; - sinon)	+ 47,6	- 3,4	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,0
Autres ressources de trésorerie (dont primes nettes des décotes à l'émission)	- 18,8	- 8,4	+ 3,0	- 8,1	- 2,0	+ 6,1

(*) La ligne « autres besoins de financement » présente des montants négatifs car elle inclut la neutralisation de la provision annuelle pour charge d'indexation du capital des titres indexés. Cette provision est en effet inscrite en dépense dans le déficit budgétaire à financer alors qu'elle ne génère pas de besoin en trésorerie.

(**) Cette ligne inclut les ressources affectées en 2023 et 2024 à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement (amortissement de la dette liée à la covid-19).

Source : projets annuels de performances.

● **Le rapporteur spécial rappelle que le déficit présenté dans ce tableau de financement, qui contribue au niveau du besoin de financement annuel, constitue un meilleur indicateur de la situation de la dette publique que le ratio de dette rapportée au PIB. Le déficit est en effet le fait générateur principal de la progression de l'encours de dette, qui n'est qu'imparfaitement mesurée par le taux d'endettement rapporté au PIB. Il s'agit de l'indicateur principal suivi par les participants de marché et les personnes auditionnées par le rapporteur spécial.**

● Après avoir atteint un niveau exceptionnellement élevé de 30,7 milliards d'euros en 2020, dans un contexte de taux négatifs, le montant des **primes nettes des décotes est devenu négatif en 2022**, pour atteindre un point historiquement bas en 2023 (- 22 milliards d'euros). Fin 2024, ce solde atteint - 14,3 milliards d'euros. Il devrait rester négatif en 2025 : au 31 août dernier, le montant des primes nettes des décotes était de - 10,3 milliards d'euros. Ce surplus des décotes par rapport aux primes explique la dégradation de la ligne « Autres ressources de trésorerie » dans la prévision révisée pour 2025 du tableau de financement.

Le rapporteur spécial a plusieurs fois alerté sur la fragilité des prévisions relatives aux primes et décotes à l’occasion de l’examen des lois de finances pour 2023 à 2025. Ainsi en 2025, les estimations révisées pour la ligne « Autres ressources de trésorerie » sont de – 8,1 milliards d’euros, alors qu’au moment de la présentation de la loi de finances pour 2025, cette ligne affichait un surplus de 3 milliards d’euros.

Il souligne que ces remarques ont été prises en compte puisque pour 2026, la ligne « Autres ressources de trésorerie » présente un déficit de 2 milliards d’euros.

Les primes et décotes à l'émission

Les émissions de titres donnent lieu à des primes (ou décotes), lorsque le taux facial de l'obligation (ou taux de coupon) est différent du taux de marché. Ainsi, si le taux facial est supérieur au taux de marché à l'émission du titre, les souscripteurs paient à l'émission un prix d'achat supérieur à la somme qui sera remboursée à l'échéance : une prime à l'émission est alors enregistrée. Dans la situation contraire, une décote à l'émission est enregistrée.

Cette situation résulte en premier lieu de l'émission de titres sur des souches dites anciennes, porteuses de taux différents des taux de marché.

L'émission de titres à partir de souches anciennes résulte du recours, pour une partie des émissions, à la technique d'assimilation qui consiste à abonder une même « ligne » ou « souche » de dette à plusieurs reprises pour améliorer la liquidité de la dette en répondant aux attentes de taux et de maturité des investisseurs. D'un point de vue de coût actuariel, il est équivalent d'émettre un titre au taux du marché et d'émettre un titre à partir d'une souche ancienne à un taux différent de celui de marché avec une prime ou une décote à l'émission qui reflète le taux du marché.

En second lieu, l'existence de taux négatifs en 2020 et 2021 a conduit à l'enregistrement d'un volume élevé de primes à l'émission : l'AFT ne pouvant émettre des titres à taux négatif, il existait mécaniquement un écart entre le taux de l'émission de titres de référence (les nouvelles souches) et le taux de marché, ce qui générerait des primes à l'émission.

Depuis 2022, cette tendance s'est inversée sous l'effet de la remontée des taux d'intérêt, de sorte que les décotes à l'émission sont désormais prépondérantes par rapport aux primes.

Le traitement comptable des primes à l'émission

Les primes à l'émission représentent une ressource de trésorerie pour l'État, au sens de l'article 2 de la loi organique relative aux lois de finances. Ainsi, les primes d'émissions conduisent à des encaissements qui viennent réduire le besoin de financement de l'État et donc, toutes choses égales par ailleurs, le volume d'émission de dette publique de l'année. Ce gain initial se résorbe cependant progressivement, au fur et à mesure que les coupons versés à des taux supérieurs aux taux de marché accroissent le besoin de financement de l'État.

La charge financière en comptabilité budgétaire correspond donc aux décaissements liés aux intérêts servis, conformément au taux de coupon.

Au sens de la comptabilité générale et de la comptabilité nationale « maastrichtienne », les primes et décotes à l'émission sont en revanche amorties de façon étalée sur toute la durée de vie du titre ; la charge financière correspond dès lors au taux d'intérêt de marché issu de l'adjudication. Malgré la prépondérance des décotes à l'émission sur les primes depuis 2022, l'étalement de ces primes et décotes contribuerait encore à alléger la charge de la dette en 2025 (à hauteur de – 3,4 milliards d'euros au 31 août 2025) au sens de la comptabilité maastrichtienne, le stock de primes nettes à étaler demeurant positif. En 2024, cet effet de passage entre la comptabilité budgétaire et la comptabilité maastrichtienne s'est élevé à – 6,1 milliards d'euros.

(en milliards d'euros)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (*)
Stock de primes à étaler en début de période	27,1	30,7	34,0	52,0	65,6	69,5	73,1	85,2	105,2	111,3	104,3	92,8	86,0
Primes à l'émission	8,0	8,0	24,2	21,2	12,1	12,2	21,4	30,9	18,8	6,3	0,9	4,7	1,6
Amortissement des primes	4,4	4,8	6,2	7,7	8,2	8,6	9,3	10,9	12,7	13,2	12,4	11,5	7,4
Stock de décotes à étaler en début de période	10,7	11,3	10,5	10,3	9,3	9,4	9,0	8,0	7,0	8,0	26,1	45,3	59,0
Décotes à l'émission	2,0	0,6	1,5	0,5	1,6	0,8	0,2	0,2	1,9	19,8	22,9	19,0	11,9
Amortissement des décotes	1,4	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,1	1,0	1,7	3,8	5,3	4,0
Primes nettes des décotes	6,0	7,4	22,7	20,8	10,5	11,3	21,2	30,7	16,8	- 13,6	- 22,0	- 14,3	- 10,3
Effet net sur la dépense annuelle mesurée en comptabilité générale	- 3,0	- 3,2	- 4,6	- 6,2	- 6,8	- 7,3	- 8,0	- 9,8	- 11,8	- 11,5	- 8,6	- 6,1	- 3,4

(*) au 31 août 2025.

Source : commission des finances d'après les données de l'AFT.

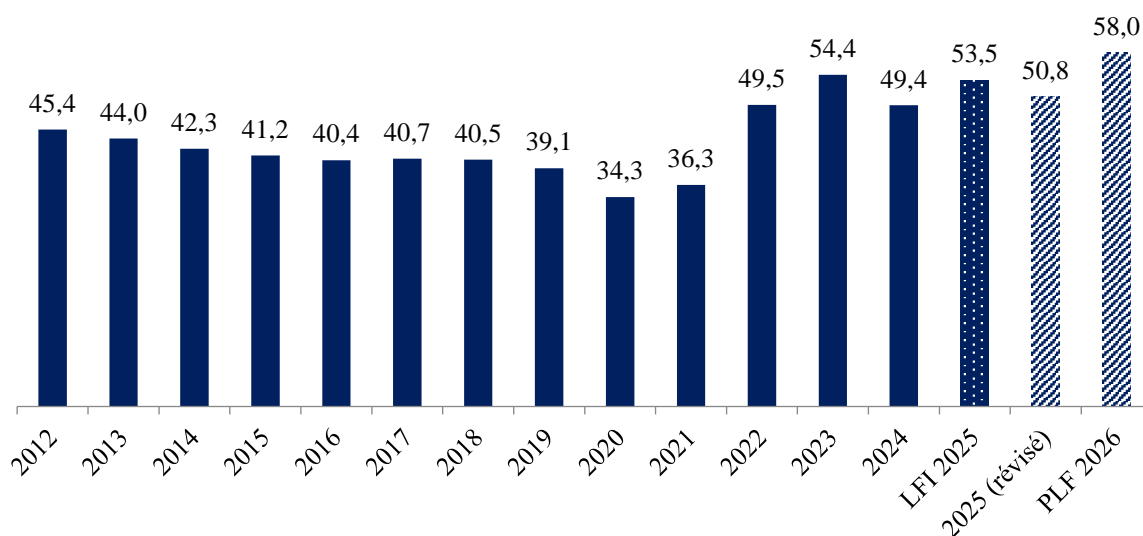
B. LA POURSUITE DE LA HAUSSE DE LA CHARGE DE LA DETTE

1. Une charge de la dette alourdie par la hausse du volume de la dette couplée à celle des taux d'intérêts, en dépit de la baisse de l'inflation

En 2026, la charge de la dette de l'État portée par l'action 01 *Dette* du programme 117 s'élèverait à **58,0 milliards d'euros**, en hausse de 4,5 milliards d'euros par rapport à la prévision initiale de 2025 (+ 8,3 %), et de 7,2 milliards d'euros par rapport à la prévision actualisée pour 2025 (+ 14,2 %).

ÉVOLUTION DE LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT

(en milliards d'euros, en crédits de paiement)



Source : commission des finances d'après les documents budgétaires.

Plusieurs facteurs influent sur le montant de la charge de la dette retenu en comptabilité budgétaire : l'encours total de la dette, les taux d'intérêt, l'inflation et enfin certains effets liés au calendrier d'émission de la dette.

PRINCIPAUX FACTEURS INFLUENÇANT LE NIVEAU DE LA CHARGE DE LA DETTE

(en milliards d'euros)

Année	2024	2025 (p)	2026 (p)
Encours de la dette de l'État	2 602	2 748	2 889
Inflation hors tabac France (moyenne annuelle)	2,0 %	1,0 %	1,3 %
Inflation hors tabac zone euro (moyenne annuelle)	2,4 %	2,1 %	1,8 %
Hypothèse de taux de l'OAT 10 ans	3,0 %	3,7 %	3,8 %

Source : rapport annuel sur la dette des administrations publiques 2026 et réponses au questionnaire budgétaire.

La charge budgétaire de la dette **augmenterait de 1,4 milliard d'euros entre 2024 et la prévision révisée de 2025**. Cette hausse s'explique essentiellement par :

- un effet volume + 4,0 milliards d'euros liés à l'augmentation de 146 milliards d'euros de l'encours de dette négociable et un faible effet taux + 0,1 milliard d'euros ;

- insuffisamment compensés par un effet inflation (– 2,3 milliards d'euros), en raison de la diminution de l'inflation en France et en zone euro ;

- des effets calendaires sur les opérations de l'année expliqueraient une variation de – 0,4 milliard d'euros entre 2024 et 2025.

L'augmentation de la charge de la dette entre la prévision révisée pour 2025 et 2026 (+ 7,2 milliards d'euros) s'expliquerait par les facteurs suivants :

– un effet volume de + 4,1 milliards d'euros lié à l'augmentation de 141 milliards d'euros de l'encours de la dette publique ;

– un effet taux de + 2,8 milliards d'euros résultant essentiellement de la hausse des taux de long terme (+ 2,6 milliards d'euros) ;

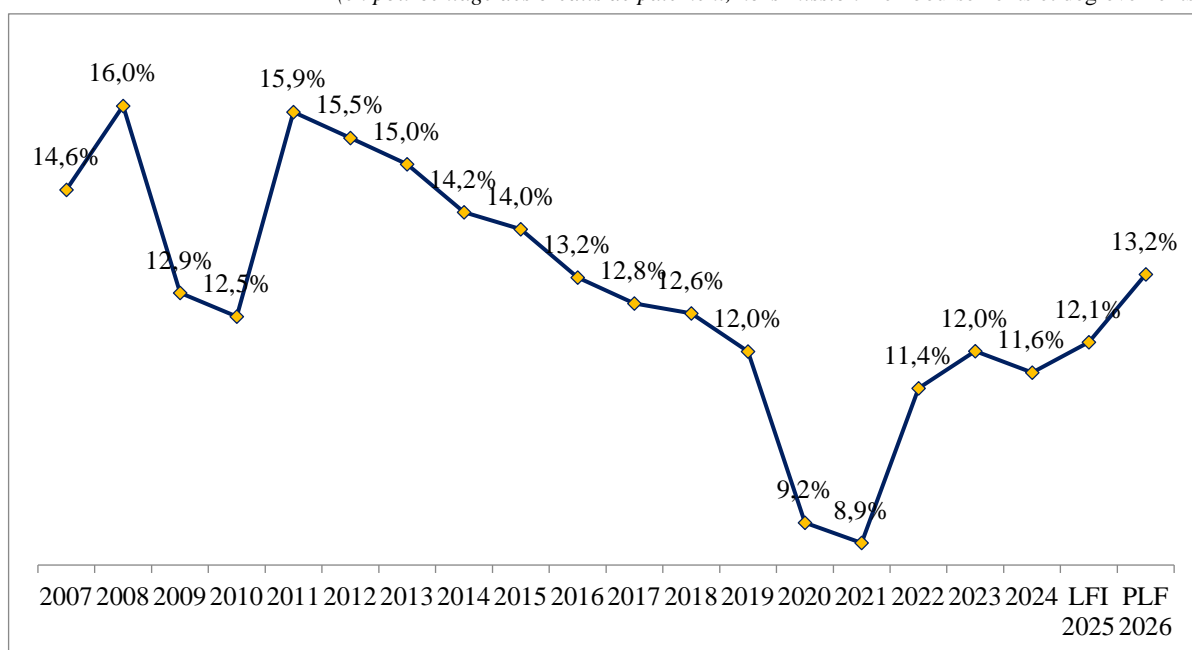
– un effet inflation de + 0,6 milliard d'euros en raison du retour de l'inflation française vers des niveaux proches de la cible de la BCE ;

– la variation de la charge de la dette due à des effets calendaires (– 0,4 milliard d'euros).

La part des dépenses de charge de la dette et de la trésorerie dans le budget de l'État progresserait à nouveau en 2026 pour atteindre 13,2 %, soit un niveau rejoignant celui de 2016.

PART DE LA CHARGE DE LA DETTE ET DE LA TRÉSORERIE DANS LE BUDGET GÉNÉRAL DE L'ÉTAT

(en pourcentage des crédits de paiement, hors mission Remboursements et dégrèvements)



Source : commission des finances d'après la documentation budgétaire.

2. Un encours de dette indexée sur l'inflation porteur d'une charge de la dette toujours trop élevée en 2025

● L'inflation a un impact direct sur la charge de la dette française en raison de l'existence d'un encours de dette de moyen et long termes indexé sur l'inflation française et européenne. Depuis 1998, l'AFT émet en effet des obligations indexées

sur l'inflation, c'est-à-dire des titres de dette dont le principal, qui doit être remboursé à l'échéance, augmente chaque année avec l'inflation constatée.

a. Les émissions de titres indexés se poursuivent avec une cible avoisinant les 10 %

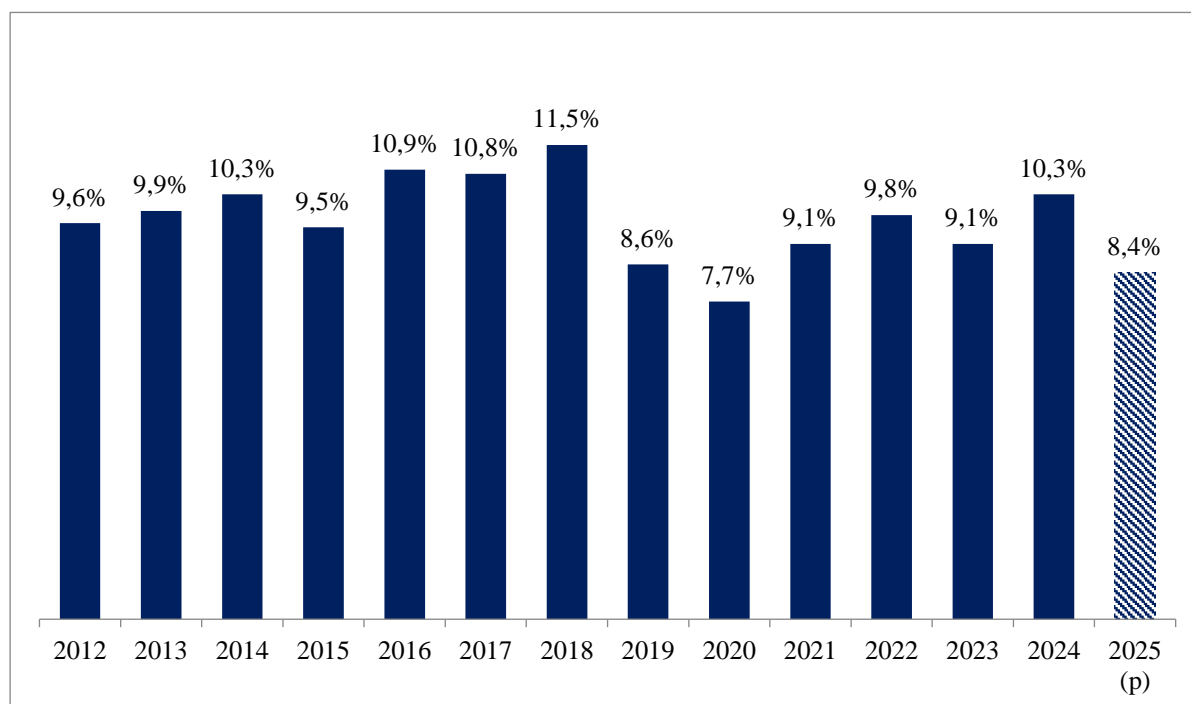
Ainsi, depuis 2009, la cible d'émission de titres de dette de moyen et long termes indexés sur l'inflation est d'**environ 10 % du programme de financement annuel de l'AFT**. La valeur des émissions effectivement réalisées varie cependant en fonction de la demande exprimée par les investisseurs.

En 2024, cette proportion s'est élevée à 10,3 % après un point bas en 2020 (7,7 %) dû à l'augmentation des volumes émis en obligations assimilables du Trésor (OAT) nominales et à une demande moins dynamique dans un environnement de taux réels très faibles. À partir de mi-2021, la hausse significative des anticipations d'inflation en lien avec la reprise économique s'est traduite par un rebond de la demande.

Au 31 août 2025, selon l'AFT, les émissions de titres indexés de l'année comptaient pour 8,4 % du programme de financement total de 303,5 milliards d'euros, cette part devant continuer à progresser jusqu'à la fin de l'année sous l'effet des nouvelles émissions.

**PROPORTION DES OAT INDEXÉES
DANS LES ÉMISSIONS NETTES DE MOYEN ET LONG TERMES**

(en pourcentage)



Note : Les données présentées pour 2025, arrêtées au 31 août, sont rapportées à l'ensemble du programme d'émissions de moyen et long termes de l'année, soit 300 milliards d'euros. La proportion d'OAT indexées dans les émissions de moyen et long termes devrait donc s'établir à un niveau plus élevé en fin d'année.

Source : AFT.

b. L'encours de dette indexée sur l'inflation représente 12,2 % du stock total

• À la fin du mois d'août 2025, l'encours de dette indexé sur l'inflation représentait environ 302 milliards d'euros, soit 12,2 % de l'encours de dette de moyen et long termes de l'État. 78,1 % de cette fraction d'encours sont composés d'OAT indexées sur l'inflation européenne (OAT€i) ; les 21,9 % restants sont indexés sur l'inflation française (OATi) ⁽¹⁾.

ENCOURS DE DETTE INDEXÉ SUR L'INFLATION

	Au 31 août 2025	
	En milliards d'euros	En % de la dette de moyen et long termes
Encours total de la dette négociable	2 748	
Encours de dette de moyen et long termes	2 474	
Dont titres indexés	302	12,2 %
sur l'inflation française	66	2,7 %
sur l'inflation européenne	236	9,5 %

Note : montants arrondis à l'unité supérieure.

Source : AFT.

• Les obligations indexées sur l'inflation répondent à une demande des investisseurs qui souhaitent se protéger contre le risque d'inflation et maintenir le pouvoir d'achat de leurs investissements ou diversifier la composition de leur portefeuille. **Les OAT indexées sur l'inflation sont proportionnellement plus recherchées par les investisseurs nationaux, notamment celles qui sont indexées sur l'inflation française (détenues à 85,5 % par les investisseurs français au premier semestre 2025) ⁽²⁾**. Cela s'explique notamment par le besoin de couverture des engagements d'épargne réglementée (livret A), dont le taux est lié à l'inflation, au moyen de produits indexés sur l'inflation française.

Depuis 2024, la plupart des pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ont volontairement diminué la part des émissions d'obligations indexées sur l'inflation par rapport à leur niveau d'avant la pandémie. La part des émissions d'obligations indexées sur l'inflation a diminué dans 13 des 18 pays émetteurs réguliers en 2024 par rapport à la période 2015-2019 ⁽³⁾.

Bien que la plupart des émetteurs aient réduit progressivement la part des obligations indexées sur l'inflation qu'ils émettent, **certains ont opéré des changements plus radicaux.** Par exemple, **le Canada et l'Allemagne** ont mis fin

(1) Les OAT€i ont pour référence d'indexation l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors tabac de la zone euro publié par Eurostat. Les OATi sont indexées sur l'indice des prix à la consommation (IPC) hors tabac de la France publié par l'Insee.

(2) Réponses de l'Agence France Trésor au questionnaire budgétaire.

(3) OCDE, Rapport sur la dette mondiale 2025, p. 26 ([lien](#)) et HM Treasury, Debt Management report 2025-2026, p. 30 ([lien](#)).

à leurs programmes respectivement en 2022 ⁽¹⁾ et 2023 ⁽²⁾. Pour contribuer à atténuer l'exposition à l'inflation de son portefeuille de dette, le **Royaume-Uni** ⁽³⁾ a réduit la proportion d'obligations indexées sur l'inflation qu'il émet d'environ 15 points de pourcentage depuis 2018 et son niveau devrait se stabiliser autour de 10 % en 2025. De même, la **Suède** a annoncé une réduction progressive de son programme d'émission d'obligations indexées sur l'inflation en 2024 ⁽⁴⁾.

La part de titres indexés dans la dette des autres pays voisins de la France s'explique par la date de démarrage des différents programmes, l'existence de programmes d'épargne indexés sur l'inflation à destination des particuliers et par le volume des dettes concernées (plus le volume de dette est important, plus le besoin de diversification des produits est fort).

Aussi, **le rapporteur spécial regrette que**, malgré un niveau d'encours d'obligations indexées sur l'inflation qui demeure limité à environ 12 % de la dette de moyen et long termes, **la France s'inscrit désormais à contre-courant de ses voisins européens qui visent à réduire leur volume d'émission d'obligations souveraines indexées. Cette tendance expose davantage la charge de la dette publique française à la volatilité de l'inflation, au simple motif qu'il faudrait donner aux marchés financiers ce qu'ils demandent.** Le rapporteur spécial déplore donc la soumission de l'État français aux marchés financiers.

Le rapporteur spécial souligne enfin que **les personnes auditionnées ont confirmé l'absence d'impact de l'arrêt d'émission des titres indexés, notamment pour l'Allemagne, dans ses programmes de financement** : pas de hausse des taux d'intérêt, pas de retrait des investisseurs. Les faits démontrent donc la possibilité d'éteindre les OATi et OAT€ sans effondrement des capacités de financement.

● Afin de retracer la charge budgétaire correspondant au coût représentatif de l'indexation des obligations – le coût supplémentaire lié à l'inflation étant en réalité payé au moment du remboursement du titre –, il a été décidé qu'une **provision pour inflation** serait inscrite chaque année en loi de finances ⁽⁵⁾, par exception au principe de comptabilité de caisse de la comptabilité budgétaire. Cette provision est une composante de la charge de la dette dont le montant est inscrit à l'action 01 *Dette* du programme 117.

(1) Gouvernement du Canada (2022), « Update on the 2022-23 Debt Management Strategy », Budget Canada, ([lien](#)).

(2) Gouvernement de l'Allemagne (2023), « Federal government discontinues programme for inflation-linked bonds », Deutsche Finanzagentur, Press Release, 22 November 2023, ([lien](#)).

(3) HM Treasury, Debt Management report 2025-2026, p. 30 ([lien](#)). Le Royaume-Uni figure parmi les premiers pays à avoir émis des titres de dette indexée, en 1981. Le pays dispose aujourd'hui de la part la plus importante de dette indexée sur l'inflation (environ 24,5 % en valeur actualisée à la fin de l'année 2024) en raison de la forte activité du secteur des fonds de pension, ceux-ci cherchant à protéger la valeur des pensions contre le risque d'inflation.

(4) Gouvernement de la Suède (2024), « Guidelines for central government debt management 2025 », Ministère des finances, ([lien](#)).

(5) Article 125 de la loi n° 99-1172 du 30 décembre 1999 de finances pour 2000.

Entre 1998 et 2021, la provision annuelle pour charge d’indexation des titres avait atteint au maximum 4,6 milliards d’euros, au cours de l’exercice 2008. Sous l’effet d’une inflation plus faible qu’anticipé, **les gains cumulés pour le budget de l’État du programme de dette indexée s’élevaient selon le gouvernement à un niveau compris entre 15 et 25 milliards d’euros à la fin de l’année 2021.**

Toutefois, les provisions très élevées enregistrées en 2022 (15,5 milliards d’euros) et 2023 (15,8 milliards d’euros) à la suite du choc inflationniste ont dégradé le bilan financier pour l’État de l’indexation d’une partie de sa dette.

En 2024, la provision a diminué de 5,3 milliards d’euros pour s’établir à 3,9 milliards d’euros, en raison du reflux de l’inflation. Le gouvernement prévoit la poursuite de cette baisse en 2025, la provision devant s’établir à 2,3 milliards d’euros. Le niveau de la provision demeurerait toutefois structurellement supérieur à celui connu avant 2022.

Au total, le gouvernement estime qu’en dépit de l’épisode exceptionnel d’augmentation très rapide de l’inflation en 2022 et 2023, **l’économie cumulée du programme des titres indexés depuis 1999 s’élève, dans le scénario moyen, à 4,5 milliards d’euros fin 2024.**

La méthode d'estimation de l'impact budgétaire cumulé du programme d'obligations indexées

Le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025 a opéré deux modifications à la méthodologie d'estimation des gains et coûts budgétaires du recours aux OATi et aux OAT€ :

– D'une part, l'impact budgétaire brut tient désormais compte des économies liées au moindre endettement lié à la provision pour indexation du capital. En effet, si cette provision est inscrite dans le budget général, elle ne donne pas lieu à un décaissement immédiat, mais est uniquement payée lors du remboursement effectif de l'obligation indexée. Aussi, la provision ne se traduit pas immédiatement par un endettement supplémentaire, qui entraînerait des dépenses en termes de charge de la dette ;

– D'autre part, l'effet du report de l'absence d'émissions d'obligations indexées sur les émissions d'obligations nominales et sur leur taux d'intérêt est désormais intégré au modèle. Cette projection repose sur l'idée qu'en l'absence d'obligations indexées, la hausse de l'encours d'obligations nominales se traduirait par une hausse du taux d'intérêt de celles-ci, lié à l'accroissement du risque induit par une hausse du volume de dette nominale. Le rapport estime cet effet à une hausse de 1 à 5 points de base.

Le cumul de ces deux modifications se traduirait par un gain budgétaire cumulé supérieur du recours aux obligations indexées de plus de 15 milliards d'euros par rapport à la méthodologie antérieure.

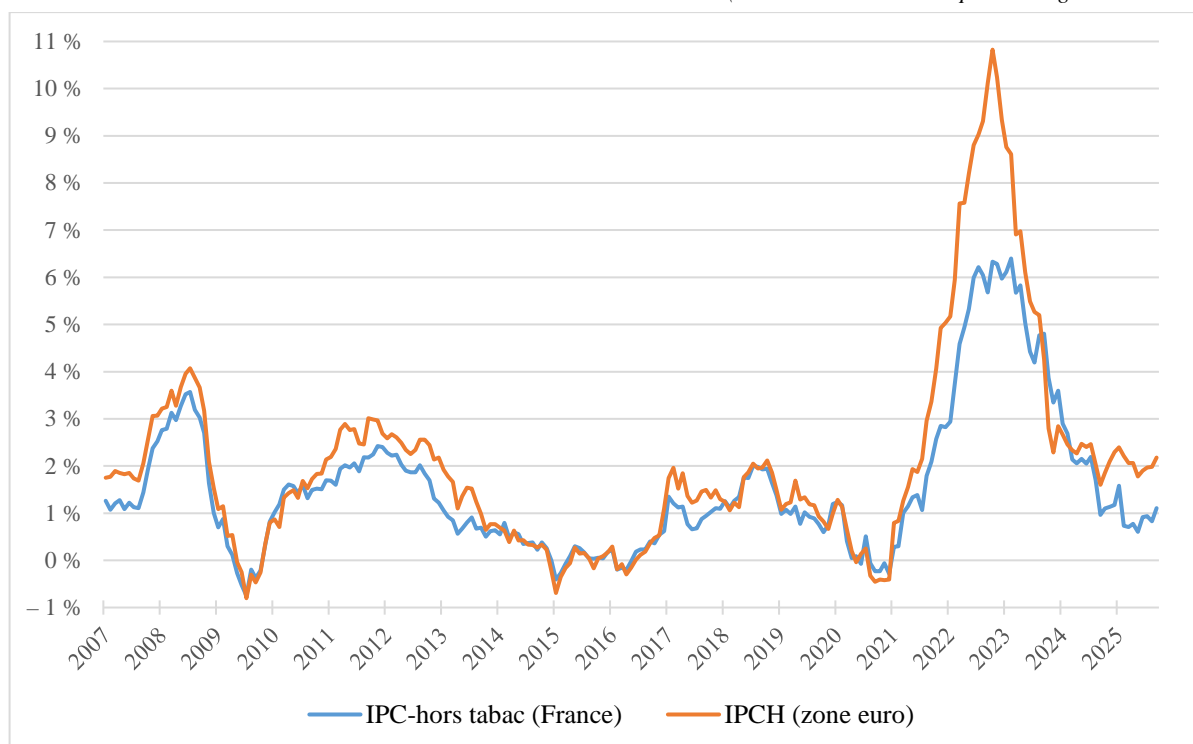
Le rapporteur spécial conteste toutefois les hypothèses retenues en termes de hausse des taux d'intérêt des obligations nominales en l'absence d'obligations nominales. Elles reposent sur une littérature économique lacunaire et la solidité de la signature de la dette française a permis à la France, jusqu'en 2023, de se financer à des taux d'intérêt nominaux avantageux.

Avec cette provision, la charge de la dette indexée se comporte en principe de manière contracyclique : elle augmente quand l'inflation et les rentrées fiscales augmentent ; au contraire, elle diminue en période de ralentissement de l'inflation ou de récession, comme par exemple en 2020.

Le rapporteur spécial rappelle cependant que cette provision pour inflation pèse sur le déficit budgétaire en période de forte inflation et réduit d'autant les marges de manœuvre pour financer d'autres politiques publiques et notamment les mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages – lesquelles ont représenté des montants de dépenses très importants depuis 2020.

ÉVOLUTION DU GLISSEMENT ANNUEL DE L'INFLATION EN FRANCE ET EN ZONE EURO (JANVIER 2007 – AOÛT 2025)

(données mensuelles en pourcentage d'évolution)



Source : commission des finances d'après Insee, Eurostat et AFT.

L'inquiétude du rapporteur spécial est d'autant plus forte que 78 % des titres indexés le sont sur l'inflation européenne, dont le niveau s'est avéré bien supérieur à l'inflation française depuis 2021 (voir tableau *supra*) et sur laquelle le gouvernement n'a aucun moyen d'action. Ainsi, le gouvernement prend pour hypothèse une inflation domestique à 1,0 % fin 2025 et 1,3 % fin 2026, tandis que l'inflation en zone euro serait respectivement de 2,1 % et 1,8 % pour ces mêmes échéances. Les recettes engrangées par l'inflation française ne couvrent donc pas le dérapage de la charge de la dette qui augmente majoritairement en lien avec l'inflation européenne, bien supérieure.

VALEUR ACTUALISÉE DES ENCOURS DES OAT INDEXÉES SUR L'INFLATION FRANÇAISE ET SUR L'INFLATION EUROPÉENNE AU 31 AOÛT 2025

	Encours (en Md€)	Part (% total des OAT)
OAT _i	66,2	2,4
OAT _€	235,8	8,6
Total OAT indexées	302,1	11,0

Source : réponse au questionnaire budgétaire.

Les modalités de calcul de la provision pour charge d'indexation

Contrairement à la comptabilité générale, pour laquelle la charge de la dette indexée est appréciée au regard du niveau d'inflation en fin d'exercice, c'est le glissement annuel d'inflation de la période précédant la date de paiement des coupons – soit le 1^{er} mars ou, plus fréquemment, le 25 juillet – qui est retenu comme référence en comptabilité budgétaire. Ces modalités de calcul résultent de l'article 125 de la loi n° 99-1172 du 30 décembre 1999 de finances pour 2000.

Dans le cas des OAT indexées ayant une échéance au 1^{er} mars, la référence d'inflation prise en compte correspond au glissement annuel au 31 décembre précédent. Dans le cas d'une OAT indexée d'échéance 25 juillet, il s'agit du glissement annuel constaté à la fin du mois de mai précédent.

3. La normalisation des politiques monétaires et la perspective de taux d'intérêt de long terme structurellement plus élevés

● **La stabilisation du niveau d'inflation a conduit à une normalisation de la politique de la Banque centrale européenne** conduisant à des taux de moyen à long terme relativement élevés en comparaison de la période exceptionnelle de taux bas allant de 2012 à 2021.

En effet, en plus de son impact immédiat sur la provision pour indexation, l'inflation a également un effet indirect sur la charge de la dette en entraînant une hausse des taux d'intérêt de marché.

Si les taux d'intérêt se sont établis à des niveaux historiquement bas en 2020 et 2021, le retour de l'inflation à partir du second semestre 2021 et son accélération en 2022 ont conduit la BCE à normaliser sa politique monétaire.

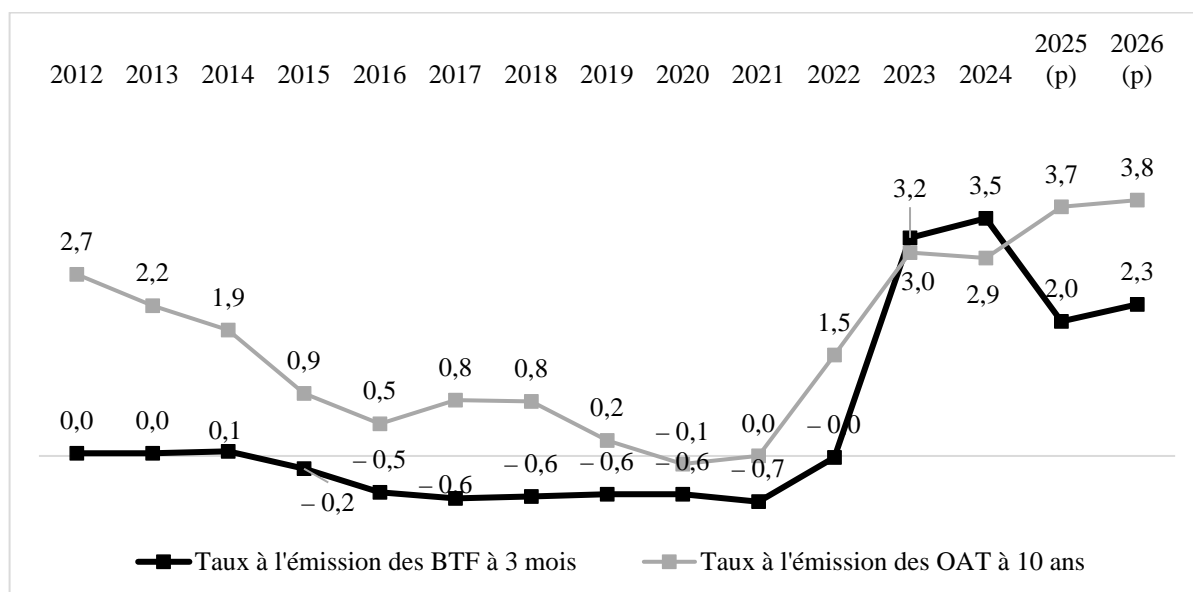
La BCE a ainsi mis fin à son programme d'achats d'actifs à compter du 1^{er} juillet 2022, et a abandonné les réinvestissements d'actifs à compter du 1^{er} mars 2023. Elle a également procédé au relèvement de ses taux directeurs entre juillet 2022 et septembre 2023 (+ 450 points de base au total).

En 2024, le reflux de l'inflation a conduit la BCE à assouplir sa politique de taux, à travers des baisses de taux directeurs de juin 2024 à juin 2025. Aussi, depuis le 11 juin 2025, **le taux de dépôt est fixé à 2,0 %, le taux de refinancement à 2,15 % et le taux de la facilité de prêt marginal à 2,4 %.**

● Dans le cadre de son scénario macroéconomique, le gouvernement prévoit que le **taux des obligations souveraines françaises à 10 ans s'élèverait à 3,7 % en moyenne en 2025** et à 3,8 % en moyenne en 2026.

S'agissant des taux d'intérêt à court terme, celui des BTF à 3 mois se stabiliserait à 2 % en moyenne en 2025 et atteindrait 2,25 % en moyenne en 2026.

**ÉVOLUTION DES TAUX À L'ÉMISSION DES BTF À 3 MOIS ET DES OAT À 10 ANS
(MOYENNE ANNUELLE)**



Note : les données pour les années 2025 et 2026 constituent des prévisions de niveau en fin d'année et non en moyenne annuelle.

Source : commission des finances d'après le projet annuel de performances annexé au PLF 2025.

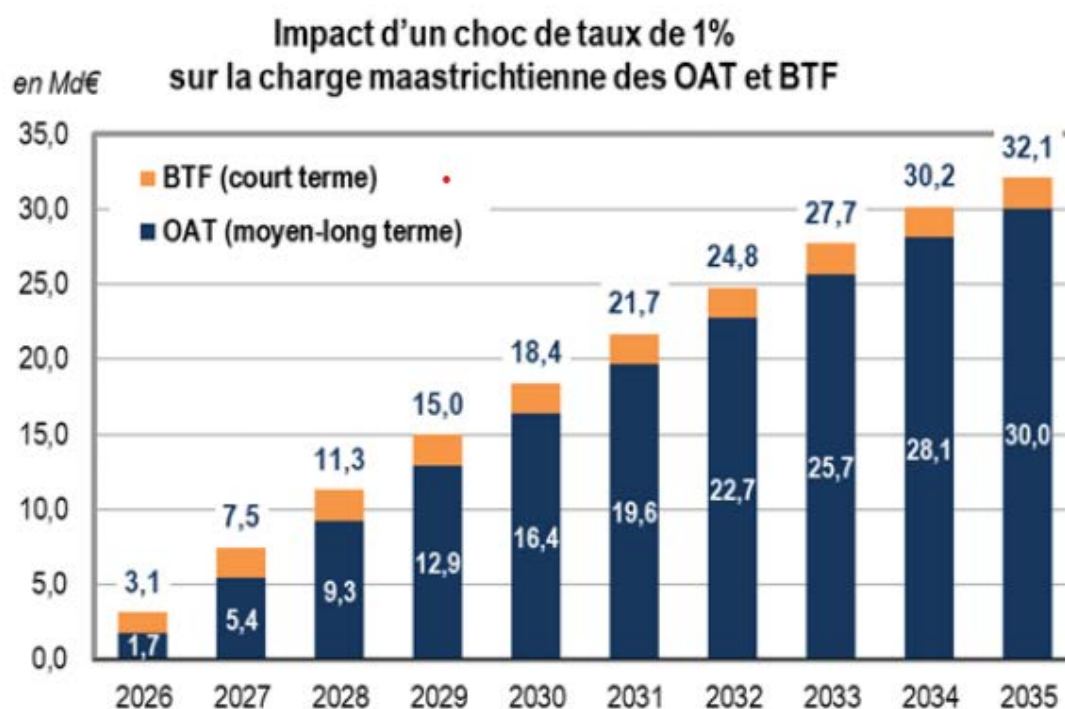
Contrairement à la provision pour inflation des titres indexés, qui réagit immédiatement au niveau de l'inflation, la hausse des taux d'intérêt a un effet graduel sur la charge de la dette en raison du refinancement progressif de la dette. Cet effet « taux » est cependant beaucoup plus fort que celui de l'inflation en raison de l'importance du stock concerné.

Ainsi, une augmentation durable de 1 % des taux d'intérêt sur toutes les maturités aurait un impact de 3,1 milliards d'euros la première année, de 7,5 milliards d'euros la deuxième année et de 18,4 milliards d'euros la cinquième année.

Une accélération de l'inflation à hauteur de 1 % induit une variation fixe de la charge de la dette d'environ 3 milliards d'euros chaque année.

IMPACT D'UN CHOC DE TAUX DE 1 % SUR LA CHARGE DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT

(en milliards d'euros)



Note : le graphique présente l'impact sur la charge de la dette de l'État en comptabilité nationale. Cette charge tient donc compte de l'ensemble des flux de paiements associés aux émissions de dette, en répartissant uniformément la dépense d'intérêt sur la durée de vie d'un titre. Elle agrège ainsi les intérêts courus et l'étalement des primes et décotes à l'émission.

Source : projet annuel de performances annexé au PLF 2026.

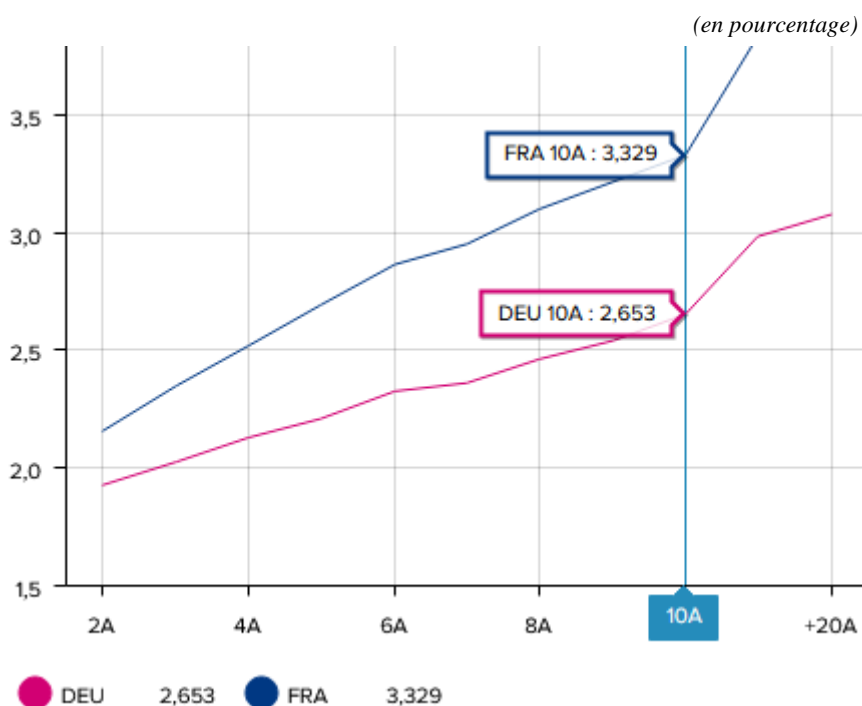
Le rapporteur spécial souligne que la probabilité de chocs de taux dans les prochains mois est plus importante que jamais en raison du contexte politique instable, de la situation budgétaire, mais également des politiques économiques menées par nos principaux partenaires. L'annonce d'émissions massives de dettes souveraines par des pays comme l'Allemagne ou les États-Unis ces derniers mois a conduit à des variations marquées des taux d'emprunt. Ainsi l'annonce, le 4 mars dernier, du gouvernement allemand de réviser le mécanisme du « frein à l'endettement » pour conduire un plan d'investissement notamment dans le domaine de la Défense, a conduit à une augmentation en un jour de près de 35 points de base du taux d'intérêt de l'obligation souveraine allemande à 10 ans. Cette hausse de taux s'est répercutée sur l'ensemble des obligations de la zone euro.

4. Le creusement du *spread* des taux et la dégradation relative des conditions de financement de la France

- La France a connu en 2024 une dégradation sans précédent de ses conditions de financement par rapport à ses voisins.

En effet, l'écart du taux d'intérêt à 10 ans (ou *spread*) entre l'Allemagne et la France – qui demeurait stable à environ 50 points de base depuis la fin de l'année 2023 – a connu une hausse de 20 points à la suite de la dissolution de l'Assemblée nationale en juin 2024. Aussi, **l'écart de taux d'intérêt souverains entre la France et l'Allemagne fluctue désormais entre 70 et 80 points de base**, renchérissant le coût de la dette française. Il était en moyenne de 77 points de base en octobre 2025.

TAUX D'INTÉRÊT SOUVERAINS DE LA FRANCE ET DE L'ALLEMAGNE SUR L'ENSEMBLE DE LA COURBE, AU 30 OCTOBRE 2025

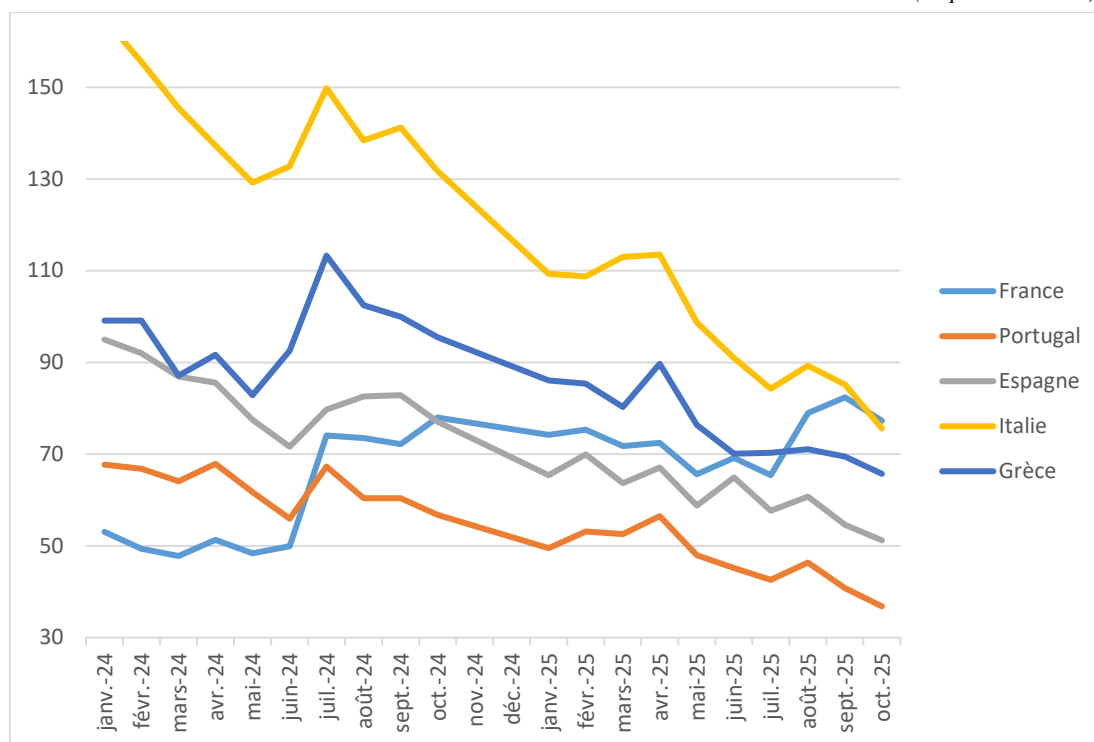


Source : Boursorama.

Aussi, alors qu'au début de l'année 2024 la France jouissait de conditions d'endettement avantageuses au sein de la zone euro, elle connaît, en octobre 2025, un *spread* de taux avec l'Allemagne nettement supérieur à celui du Portugal ou de l'Espagne et similaire, quoique légèrement supérieur, à celui de l'Italie. Le *spread* français est d'ailleurs passé pour la première au-dessus de celui de la Grèce en août 2025.

ÉVOLUTION DU SPREAD DES TAUX D'INTÉRÊT SOUVERAINS À 10 ANS PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE DEPUIS JANVIER 2024

(en points de base)



Source : commission des finances d'après les données extraites du site Investing.com.

● La dégradation des conditions de financement de la France, provoquée par les dérapages budgétaires qui se succèdent depuis 2023, la hausse de l'encours de dette publique et l'instabilité politique a également entraîné la **baisse de la notation de la dette publique française** par les différentes agences de notation.

Alors que la notation de la France était restée stable entre 2015 et 2022, les trois principales agences de notation abaissent régulièrement la note de la dette souveraine française depuis la fin de l'année 2023.

ÉVOLUTION DE LA NOTATION FINANCIÈRE DE LA FRANCE EN FIN D'ANNÉE

Agence de notation	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2023	2024	2025
Fitch Ratings	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
Moody's	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa3	Aa3
Standard & Poor's	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	A+

Source : commission des finances.

● Le rapporteur spécial déplore la dégradation des conditions de financement de la France et de la qualité de la signature française provoquées par les dérapages budgétaires des gouvernements depuis plusieurs années. **L'instabilité politique qui a succédé à la dissolution de juin 2024 et aux manœuvres empêchant l'élection d'une majorité claire pour conduire le pays avec stabilité a achevé de nuire à la crédibilité budgétaire française et à la**

capacité des gouvernements successifs à tenir une trajectoire budgétaire cohérente. Cette dégradation pèsera sur la charge de la dette et privera la France de marges de manœuvres financières primordiales dans le redressement des finances publiques. Sur le long terme, cette dégradation, conjuguée aux déficits publics élevés et à l'accélération de la hausse de l'endettement, pourrait provoquer **l'émergence d'un effet boule de neige sur la dette publique française, qui entraînerait une hausse incontrôlée du volume de dette publique.**

Le rapporteur spécial attire l'attention sur le fait que des entreprises françaises parviennent désormais à se financer moins cher que l'État depuis le mois d'août 2025. Il s'agit d'une situation extrêmement rare dans la mesure où un État comme la France devrait être considéré, par les investisseurs, comme plus sûr qu'une entreprise fût-elle une multinationale d'envergure ⁽¹⁾.

(1) *Les Échos*, Dette : le nouvel affront fait à Paris, 24 septembre 2025 ([lien](#)).

Suppression du mécanisme de cantonnement de la « dette Covid »

La loi de finances pour 2022 a créé un programme 369 *Amortissement de la dette de l'État liée à la covid-19* au sein de la mission *Engagements financiers de l'État*, afin d'isoler les **165 milliards d'euros** de dette directement liée à la crise sanitaire de 2020 du reste de l'encours, issu des déficits successifs antérieurs. Ce montant de 165 milliards d'euros correspond aux écarts des déficits constatés en 2020 et en 2021 par rapport à ceux qui étaient anticipés à la fin de l'année 2019, retraités du plan de relance.

Le cantonnement de cette dette « covid » devait contribuer au renforcement de la lisibilité de l'information sur la trajectoire de la dette publique et constituer un engagement politique de la France à rembourser cette dette **en vingt ans, d'ici 2042**.

Ce programme a été doté dès 2022 d'autorisations d'engagement (AE) à hauteur du montant de 165 milliards d'euros retenu. Alors que le remboursement de cette dette aurait nécessité des ouvertures de crédits de l'ordre de 8 milliards d'euros par an, le programme a été doté de 1,9 milliard d'euros de crédits de paiement en 2022, de 6,6 milliards d'euros en 2023 et de 6,5 milliards d'euros en 2024. Le PLF pour 2025 prévoyait de consacrer 5,2 milliards d'euros à ce remboursement mais le programme 369 a été supprimé par un amendement du Sénat ⁽¹⁾ estimant que le cantonnement de cette dette relevait de « *l'artifice comptable* ».

Le programme 369 ne figure donc pas non plus dans le projet de loi de finances pour 2026 et les autorisations d'engagement restant à couvrir, d'un montant de 150 milliards d'euros, ont été annulées comptablement au cours de l'exécution de 2025, d'après les informations fournies par le gouvernement.

Le rapporteur spécial constate que le gouvernement a pris acte des différentes critiques adressées à ce programme qui ne répondait qu'à un objectif d'affichage politique.

C. LA CHARGE BUDGÉTAIRE LIÉE À LA GESTION DE LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT SE MAINTIENT À UN NIVEAU FAIBLE

Aux termes de l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), la Banque de France a l'interdiction d'accorder des avances à l'État. L'AFT s'assure donc que le compte unique du Trésor à la Banque de France présente chaque soir un solde créditeur. Elle mène par ailleurs une politique active de gestion de la trésorerie, en plaçant les excédents journaliers auprès de contreparties bancaires. Ces opérations sont réalisées sous forme de dépôts ou de prises en pension de titres d'État.

Le solde de la trésorerie correspond à la différence entre la rémunération reçue au titre des placements et celle versée pour certains fonds déposés au Trésor. Il est retracé par l'action 03 *Trésorerie* du programme 117.

En raison de la rémunération des fonds non consommables destinés au financement des investissements d'avenir, la trésorerie est porteuse depuis plusieurs années d'une charge budgétaire structurelle.

(1) Amendement n° II-35 de M. de Montgolfier ([lien](#)).

Le projet de loi de finances pour 2026 prévoit une charge de trésorerie nette de dépenses de 599 millions d’euros, après 502 millions d’euros prévus par la loi de finances initiale pour 2025.

IMPACT BUDGÉTAIRE DE LA GESTION DE LA TRÉSORERIE DE L’ÉTAT

(en millions d’euros)

Exercices	Exécution 2021	Exécution 2022	Exécution 2023	Exécution 2024	LFI 2025	PLF 2026
Trésorerie (charge nette)	1 480	1 227	- 530	- 116	502	599
Rémunération des fonds non consommables déposés au Trésor (dépenses)*	751	752	752	567	752	519
Autres charges de trésorerie (dépenses)	731	672	541	665	589	522
Placements de trésorerie (recettes)	- 2	- 197	- 1 822	- 817	- 670	- 442

* Fonds destinés au financement des investissements d’avenir.

Source : commission des finances d’après le projet annuel de performances annexé au PLF 2026.

II. LE PROGRAMME 114 APPELS EN GARANTIE DE L’ÉTAT

Principaux éléments du programme 114 *Appels en garantie de l’État*

En 2026, les crédits du programme connaîtraient une baisse de 19,8 % par rapport à la loi de finances pour 2025 et s’élèveraient à 790,4 millions d’euros. La dotation allouée au programme diminuerait fortement les années suivantes pour s’établir à 468,9 millions d’euros en 2027 et 391,5 millions d’euros en 2028.

Les variations des crédits du programme sont principalement liées à la dotation allouée aux appels en garantie au titre des prêts garantis par l’État (PGE).

Le programme 114 *Appels en garantie de l’État* porte les crédits budgétaires évaluatifs qui découlent de la mise en jeu de garanties octroyées par l’État. Les garanties sont des dispositifs d’engagements hors bilan, qui exposent l’État à un risque financier à plus ou moins long terme. Celles-ci prennent plusieurs formes, telles que les garanties de passifs, les opérations d’assurance, ou les garanties d’achèvement.

Les crédits alloués au programme 114 diminueraient de 19,8 % par rapport à la loi de finances pour 2025 et s’établiraient à **790 millions d’euros en 2026**, principalement sous l’effet de moindres décaissements au titre des appels en garantie sur les prêts garantis par l’État (PGE).

RÉPARTITION DES CRÉDITS DU PROGRAMME 114 APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT

(en millions d'euros et en AE=CP)

Intitulé de l'action	LFI 2025	PLF 2026	Écart 2026 / 2025
Action 01 Agriculture et environnement	0,1	0,2	+ 100,0 %
Action 02 Soutien au domaine social, logement, santé	26,6	21,2	- 20,3 %
Action 03 Financement des entreprises et industriel	684,9	538,0	- 21,4 %
Action 04 Développement international de l'économie française	99,9	68,6	- 31,3 %
Action 05 Autres garanties	173,7	162,4	- 6,5 %
Total	985,3	790,4	- 19,8 %

Source : projet annuel de performances.

A. LES APPELS EN GARANTIE AU TITRE DES PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT MOBILISENT TOUJOURS L'ESSENTIEL DES CRÉDITS DU PROGRAMME

L'action 03 *Financement des entreprises et industrie* est dotée de **538 millions d'euros en AE et CP pour l'année 2026**, destinés à principalement à deux dispositifs mis en place durant la crise sanitaire : les prêts garantis par l'État (471 millions d'euros) et la garantie au titre des prêts participatifs et obligations relance (65,8 millions d'euros).

Entre 2021 et 2024, les décaissements cumulés au titre des PGE se sont élevés à 4,8 milliards d'euros. En 2024, **le pic des appels en garantie au titre des PGE** a été atteint avec **1,74 milliard d'euros** consommés. La majorité des entreprises ayant choisi la durée maximale de remboursement, à savoir 6 ans, la quasi-totalité des PGE devraient être remboursés d'ici à l'été 2026 et s'éteindre à compter de l'année 2026.

À partir de l'année 2025, les **appels en garantie au titre des PGE** devraient reculer. Initialement prévu à **571 millions d'euros**, le gouvernement a révisé sa prévision de décaissement pour 2025 portée à 1,1 milliard d'euros en raison de défaillances plus importantes qu'anticipées notamment des microentreprises.

En 2026, la prévision de décaissement s'établirait à 471 millions d'euros.

Ces montants sont cohérents avec le taux de perte brute ⁽¹⁾ pour ce programme évalué à **4,6 %** d'après les dernières prévisions réalisées par la direction générale du Trésor et la Banque de France en juillet 2025, ce qui représenterait

(1) Le coût net des PGE pour l'État résulte des pertes brutes résultant des appels en garantie constatés et des gains enregistrés au titre des commissions de garantie. La garantie de l'État est en effet rémunérée par des commissions de garantie selon un barème qui dépend de la taille de l'entreprise et de la maturité du prêt qu'elle couvre, en application de l'article 7 de l'arrêté du 23 mars 2020 accordant la garantie de l'État au titre des PGE.

6,7 milliards d'euros sur les 142,5 milliards d'euros distribués initialement. À la fin du mois de juillet 2025, l'encours restant à rembourser s'élevait à 24,2 milliards d'euros d'après les informations fournies par la Direction générale du Trésor au rapporteur spécial.

Les caractéristiques des prêts garantis par l'État

Mis en place par l'article 6 de la loi du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020, les PGE sont des prêts de trésorerie octroyés par les établissements de crédit qui bénéficient d'une garantie de l'État jusqu'à 90 % du montant du prêt. Le dispositif a été ouvert à toutes les entreprises jusqu'au 30 juin 2022.

Aucun remboursement n'était exigé la première année et, dans le cas où l'entreprise en faisait la demande à sa banque, seuls les intérêts étaient payés la deuxième année. L'entreprise pouvait choisir d'amortir le prêt sur une durée maximale de cinq ans à l'issue de la première année, pour une durée totale du prêt de six ans maximum, hors les cas de restructurations de PGE décidées dans le cadre de procédures judiciaires.

Une nouvelle forme de PGE, dite « **PGE Résilience** », a été mise en place en avril 2022 afin de soutenir les entreprises ayant un besoin significatif de trésorerie en raison des conséquences économiques de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Ce dispositif s'est appliqué jusqu'au 31 décembre 2023 ⁽¹⁾.

D'après les données présentées dans les documents budgétaires, au 31 mai 2025, l'encours total des PGE accordés entre 2020 et 2022 s'est élevé à **145,2 milliards d'euros** pour 686 168 entreprises bénéficiaires.

Les entreprises bénéficiaires des PGE sont majoritairement des **très petites entreprises** : celles-ci représentent 80,3 % des bénéficiaires et 27,6 % de l'encours total des PGE au 31 mai 2025.

B. LES DÉPENSES PRÉVISIONNELLES LIÉES AUX APPELS EN GARANTIE DES AUTRES ACTIONS DU PROGRAMME

Le programme 114 finance d'autres dispositifs de garantie dont certains ont également été mis en place pendant la crise sanitaire.

- L'action 01 *Agriculture et environnement* est abondée à hauteur de 200 000 euros pour couvrir des sinistres supportés par la caisse régionale du Crédit agricole de la Corse, qui s'est engagée à conclure des plans de remboursements avec les exploitants agricoles installés en Corse surendettés, dans le cadre d'un protocole en date du 29 janvier 2004 (article 105 de la loi de finances rectificative pour 2004).

- Une dotation de 21,2 millions d'euros est prévue pour les appels en garantie au titre des sinistres sur les prêts à l'accession sociale, les prêts à taux zéro et les éco-prêts à taux zéro (action 02 *Soutien au domaine social, logement et santé*).

(1) Initialement prévue jusqu'au 31 décembre 2022, la garantie de l'État a été prolongée jusqu'au 31 décembre 2023 par l'article 147 de la loi n° 2022-1 726 du 30 décembre 2022 de finances pour 2023.

- Trois dispositifs bénéficient en 2026 des crédits ouverts sur l'action 04 *Développement international de l'économie française* : le dispositif d'assurance prospection (61,6 millions d'euros) qui permet de couvrir les entreprises contre le risque d'échec des prospections à l'étranger, la garantie du risque exportateur (6 millions d'euros) et la garantie de charge (1 million d'euros).

- L'action 05 *Autres garanties* est abondée à hauteur de 162,4 millions d'euros pour financer divers dispositifs dont certains créés pendant la crise sanitaire.

Une dotation de **96,4 millions d'euros** est prévue en 2026 pour les appels en garantie émis par le fonds de garantie paneuropéen porté par la Banque européenne d'investissement. Ce fonds de garantie de 25 milliards d'euros, abondé par les États membres de l'Union européenne (dans la limite d'un plafond de 3,5 milliards d'euros pour la France) a permis le déploiement entre 2020 et 2023 de 200 milliards d'euros de financements sous la forme d'instruments de partage des risques, principalement à destination des petites et moyennes entreprises (PME) européennes.

Par ailleurs **50,3 millions d'euros** sont prévus en 2026 au titre d'un **appel en garantie de l'État par la Caisse des dépôts et consignations (CDC)**. En 2011, l'État a apporté sa garantie à une avance remboursable de la CDC d'un montant de 417 millions d'euros pour financer un programme industriel. En raison de commandes insuffisantes ne permettant pas à l'industriel de faire face à ses échéances de remboursement, la Caisse a appelé la garantie de l'État pour la première fois en 2022 et chaque année depuis pour un montant total de 97,3 millions d'euros entre 2022 et 2025. La dégradation de la prévision du carnet des commandes devrait accroître cet appel en garantie, qui atteindrait 50,3 millions d'euros au titre de l'année 2025, payable en 2026.

Enfin, **plusieurs enveloppes sont prévues pour des garanties relatives à la politique étrangère de la France**. Ainsi, **14,9 millions d'euros** seraient consacrés à des appels en garantie de l'État accordés au titre des opérations de financement mise en place par la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) et la Société financière internationale (SFI) en soutien à l'économie ukrainienne. Une dotation de **0,3 million d'euros** est prévue pour 2026 au titre des appels en garantie sur les prêts et garanties consentis par l'Agence française de développement (AFD) et sa filiale de promotion et de participation pour la coopération économique (Proparco) aux entreprises et institutions financières du secteur privé africain. Une provision de **0,5 million d'euros** est également prévue pour les appels en garantie émis par la BEI au titre des conventions de Lomé et de Cotonou.

III. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 145 ÉPARGNE

Principaux éléments du programme 145 Épargne

Pour l'année 2026, le niveau prévisionnel des dépenses budgétaires du programme 145 est fixé à 96,2 millions d'euros. Ce programme finance essentiellement les primes d'épargne logement versées par l'État lors de la mobilisation de comptes épargne-logement (CEL) ou de la clôture de plans d'épargne-logement (PEL).

Compte tenu de la suppression de la prime d'État associée aux PEL et CEL ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018, le niveau des primes d'État a considérablement baissé, entraînant une diminution significative de la dépense budgétaire. Celle-ci est passée de 1,3 milliard d'euros en 2010 à 94,8 millions d'euros prévus pour 2026.

Les dépenses fiscales associées au programme 145 atteindraient 6,9 milliards d'euros au titre de l'année 2026. L'exécution de 2024 s'élève à 7,4 milliards d'euros et la prévision actualisée pour 2025 à 7,5 milliards d'euros.

A. LES DÉPENSES LIÉES AUX PRIMES D'ÉPARGNE LOGEMENT

1. La baisse de l'encours des PEL et CEL depuis 2022

Les produits d'épargne-logement recouvrent le **compte épargne-logement (CEL)** et le **plan d'épargne-logement (PEL)**, qui donnent à leur détenteur le droit à l'octroi d'un prêt épargne-logement, selon des taux d'intérêt définis par arrêté ministériel.

Tous les contrats souscrits avant le 12 décembre 2002 donnent lieu au versement d'une prime d'État au moment de la clôture du compte. Pour les contrats souscrits à compter de cette date, le versement de la prime d'État est soumis à deux conditions : la souscription du contrat avant le 1^{er} janvier 2018 et la souscription d'un prêt épargne-logement.

Le montant maximal de la prime est de 1 144 euros pour les CEL et de 1 000 euros pour les PEL, ce plafond pouvant être porté à 1 525 euros lorsque le PEL contribue à la construction ou à l'acquisition d'un logement performant énergétiquement.

Cette prime a été supprimée pour les PEL ou les CEL souscrits à compter du 1^{er} janvier 2018, dans un contexte de perte d'attractivité de ces produits sous les effets conjugués de la baisse de leur taux de rémunération et de taux de prêts épargne-logement supérieurs aux taux de marché.

En outre, la mise en place du prélèvement forfaitaire unique (PFU) par la loi de finances pour 2018 avait pour objet de progresser vers la neutralité fiscale et budgétaire entre les différents produits d'épargne. **Les intérêts des nouveaux PEL et CEL ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018, de même que ceux des PEL ouverts depuis plus de douze ans, sont donc imposés dans les conditions de droit commun.**

L’encours des PEL et des CEL s’élevait à 264 milliards d’euros à la fin de l’année 2024, en baisse de 30 milliards d’euros par rapport à 2023.

ENCOURS DES COMPTES ET PLANS D’ÉPARGNE LOGEMENT

(en milliards d’euros)

Encours à la fin de l’année	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2 021	2022	2023	2024
Comptes épargne-logement (CEL)	31,5	30,3	29,4	29,7	29,3	29,6	31,5	31,9	33,4	35,2	36,1
Plans d’épargne-logement (PEL)	220,2	245,0	262,3	275,1	276,4	282,5	294,5	296,1	286,6	258,6	227,7
Total	251,6	275,3	291,7	304,8	305,7	312,1	326,0	328,0	320,0	293,8	263,8

Source : projets annuels de performances.

Dans son rapport annuel sur l’épargne réglementée ⁽¹⁾, la Banque de France montre que le nombre de PEL s’établissait à 9 millions à la fin de 2024, en baisse de 9 % par rapport à 2023. Depuis 2021, leur encours total diminue continûment, avec, en 2024, une nouvelle baisse de 12 %, sous l’effet d’une décollecte nette supérieure à la capitalisation des intérêts versés. Cette évolution peut notamment s’expliquer par l’écart persistant de rémunération avec d’autres produits d’épargne réglementée plus liquides et dont les taux de rémunération sont plus élevés, et qui se traduit par un recentrage du PEL vers son objectif premier de financement pour un projet immobilier.

2. Une forte baisse des dépenses liées aux primes d’épargne logement depuis 2010

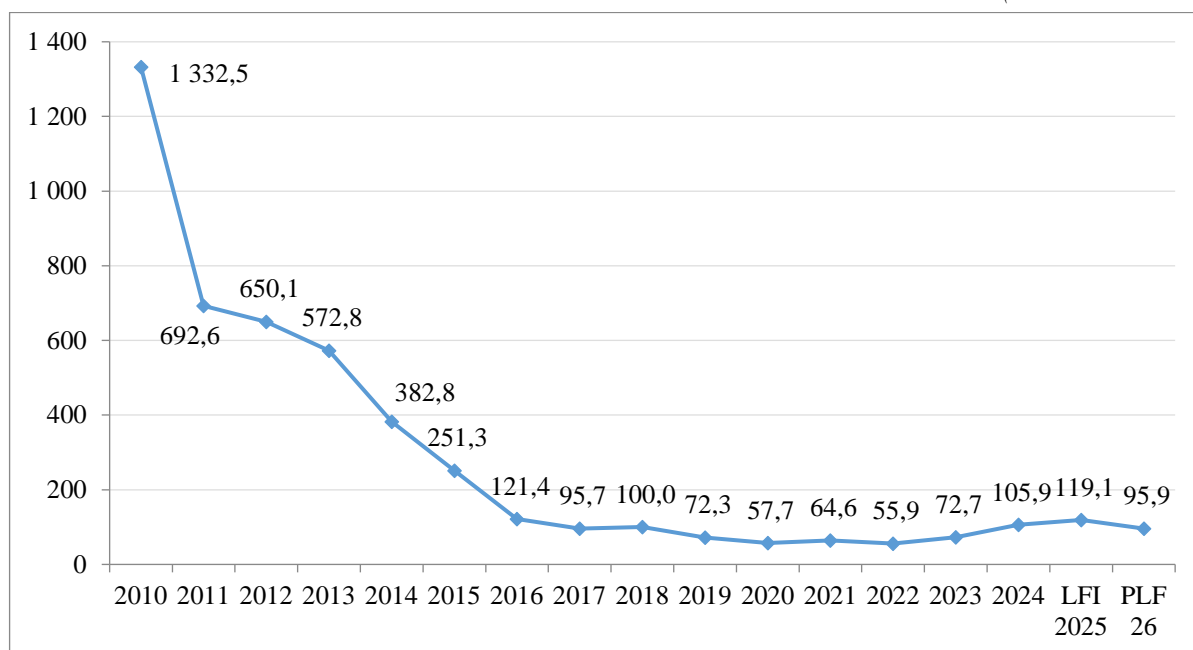
La dépense budgétaire associée aux PEL et CEL est liée au versement de la prime d’État et figure à l’action 01 *Épargne logement*. Aussi, en 2026 leur niveau prévisionnel est fixé à **94,8 millions d’euros**, auxquels s’ajoutent 1 million d’euros de frais de gestion. Cette dotation est en recul de 20,0 % par rapport à celle prévue pour 2025.

Compte tenu de la désaffectation des épargnants pour les PEL et de la suppression des primes d’État pour les produits souscrits à compter du 1^{er} janvier 2018, le niveau des primes d’État a considérablement baissé, entraînant une diminution significative de la dépense budgétaire. Celle-ci est passée de 1,3 milliard d’euros en 2010 à 55,9 millions d’euros en 2022. Depuis 2023, le niveau des dépenses budgétaires au titre des primes PEL et CEL est en légère augmentation du fait de la remontée des taux de marché qui favorise la clôture des PEL et l’utilisation de leurs droits à prêt par les détenteurs de CEL. Les paiements de primes pour les PEL ouverts avant le 12 décembre 2002 demeurent toutefois prépondérants.

(1) Banque de France, « L’épargne réglementée », rapport annuel 2024, juillet 2025 ([lien](#)).

DÉPENSE BUDGÉTAIRE AFFÉRENTE AUX PRIMES D'ÉPARGNE LOGEMENT

(en millions d'euros)



Source : rapports annuels de performances, projet annuel de performances.

Le montant de cette dépense devrait toutefois continuer à diminuer tendanciellement compte tenu de la suppression des primes pour les contrats souscrits à compter du 1^{er} janvier 2018. Selon le PAP, « *la gestion extinctive des primes d'épargne-logement prendra encore plusieurs années* ».

Ainsi, les documents budgétaires annexés au projet de loi de finances pour 2026 prévoient que la dotation allouée au programme s'établisse à 90,9 millions d'euros en 2027 et 85,3 millions d'euros en 2028.

B. L'IMPORTANCE DES DÉPENSES FISCALES ASSOCIÉES AU PROGRAMME

Les dépenses fiscales associées au programme 145 *Épargne* s'élèveraient à 6,9 milliards d'euros au titre de l'année 2026, en baisse de 0,5 milliard d'euros par rapport à l'exécution de 2024 (7,4 milliards d'euros).

Cette diminution s'explique par la **baisse du coût associé à l'exonération des intérêts de plusieurs produits d'épargne**, notamment celui du livret A (– 157 millions d'euros par rapport à l'exécution 2024) ou des livrets de développement durable et solidaire (– 58 millions d'euros). Il est important de souligner que la progression du coût de l'ensemble de ces dépenses fiscales sera *in fine* plus élevée que l'estimation associée au présent projet de loi de finances puisque **le montant de trois dépenses fiscales évaluées à 144 millions d'euros en 2025 n'est pas quantifié pour 2026**.

Les dépenses fiscales associées au programme, d'un niveau élevé, ont pour objet d'orienter l'épargne des ménages. Elles résultent pour plus de la moitié :

– de l'exonération relative aux sommes versées au titre de la participation, de l'intéressement, des primes de partage de la valeur, d'un plan de partage de la valorisation de l'entreprise et de l'abondement aux plans d'épargne salariale et aux plans d'épargne retraite d'entreprise, représentant 2,89 milliards d'euros ;

– et de l'exonération des intérêts des livrets A, représentant 793 millions d'euros.

ÉVOLUTION DU NIVEAU DE DÉPENSES FISCALES ASSOCIÉES AU PROGRAMME 145

(en millions d'euros)

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
3 474	3 501	5 011	5 420	5 825	5 804	5 789	5 750	6 264	5 804	6 108	5 347
2022	2023	2024	2025	2026							
5 607	6 065	7 379	7 464	6 915							

Source : rapports annuels de performances et projet annuel de performances annexé au PLF 2025.

Le rapporteur spécial constate que **14 dépenses fiscales sur 31 ne sont pas évaluées dans les documents budgétaires ou présentent une incidence nulle en 2026.**

IV. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 355 CHARGE DE LA DETTE DE SNCF RÉSEAU REPRIS PAR L'ÉTAT

Principaux éléments du programme 355 Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État

La charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État s'élèverait à 661 millions d'euros en 2026, en baisse de 31 millions d'euros par rapport à la prévision pour 2025.

Au total, 23,1 milliards d'euros resteraient à amortir au début de l'année 2025, sur un encours initial repris de 35 milliards d'euros.

Afin d'accompagner la réforme du système ferroviaire décidée par la loi pour un nouveau pacte ferroviaire⁽¹⁾, **l'État s'était engagé en 2018 à reprendre 35 milliards d'euros de dette de SNCF Réseau**, sur un encours total de 48,2 milliards d'euros à la fin de cette même année. Un montant de 25 milliards d'euros a ainsi été repris en 2020⁽²⁾, complété en loi de finances initiale pour 2022 par la reprise de 10 milliards d'euros supplémentaires⁽³⁾.

(1) Loi n° 2018-515 du 27 juin 2018 pour un nouveau pacte ferroviaire.

(2) Article 229 de la loi n° 2019-1 479 du 28 décembre 2019 de finances pour 2020.

(3) Article 167 de la loi n° 2021-1 900 du 30 décembre 2021 de finances pour 2022.

Cette reprise par l'État de la plus grande part de l'encours de dette de SNCF Réseau visait à redonner des marges de manœuvre financières au gestionnaire d'infrastructure, chargé d'assurer la maintenance du réseau ferroviaire. En contrepartie, SNCF Réseau s'est engagée, dans le cadre de son contrat de performance avec l'État pour la période 2021-2030, à dégager un flux de trésorerie à l'équilibre ou positif à partir de 2024 et la « règle d'or » applicable à ses investissements a été renforcée ⁽¹⁾.

Le programme 355 *Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État* assure le paiement de la charge de cette dette. Le remboursement du principal est quant à lui considéré, d'un point de vue budgétaire, comme une opération de trésorerie ⁽²⁾ retracée dans le tableau de financement de la loi de finances qui ne requiert pas d'ouverture de crédits.

En 2026, le coût pour l'État de la dette reprise à SNCF Réseau est estimé à **661 millions d'euros**, en baisse de 31 millions d'euros par rapport à la loi de finances initiale pour 2025 (-4,5 %). Il comprend 634 millions d'euros correspondant à des intérêts servis au titre d'emprunts à taux fixes, 18 millions d'euros au titre des emprunts à taux variable et 10 millions d'euros d'intérêt servis pour des emprunts indexés sur l'inflation.

Les taux d'intérêt moyens des titres repris par l'État anticipés pour le début de l'année 2026 s'élèvent selon le PAP à 2,9 % pour les emprunts à taux fixe, 1,3 % pour les emprunts indexés sur l'inflation et 2,5 % pour les emprunts à taux variable.

V. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 336 DOTATION DU MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ

Principaux éléments du programme 336 *Dotation du Mécanisme européen de stabilité*

Le programme 336 constitue le support de la contribution française au capital du Mécanisme européen de stabilité (MES), créé par la loi du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012.

En 2026, une dotation de 37,5 millions d'euros est prévue, en lien avec l'accroissement de la part française au capital du MES.

(1) L'article L. 2111-10-1 du code des transports prévoit que le ratio entre la dette financière nette de SNCF Réseau et sa marge opérationnelle ne peut dépasser un plafond fixé par les statuts de la société, qui devra être inférieur à 6 à compter de 2026 en application du contrat de performance 2021-2030.

(2) Au sens de l'article 25 de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances (LOLF).

Le programme 336 *Dotation du Mécanisme européen de stabilité* constitue la traduction budgétaire des engagements français vis-à-vis de cette institution ayant pour but, selon le PAP, de « *mobiliser des ressources financières et de fournir un soutien à la stabilité de ses membres qui connaissent, ou risquent de connaître, de graves problèmes de financement, si cela est indispensable pour préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble ou de ses États membres* ».

Le MES reste engagé dans le financement de trois programmes d'assistance financière au profit de l'Espagne (remboursement de 4,6 milliards d'euros attendu d'ici au 31 décembre 2025), de Chypre (6,3 milliards d'euros restant à rembourser) et de la Grèce (59,8 milliards d'euros d'encours, un remboursement de 0,4 milliard étant attendu d'ici au 31 décembre 2025).

Le capital total du MES s'élève actuellement à 708,5 milliards d'euros, composé de parts dites « libérées », c'est-à-dire ayant effectivement donné lieu à versement des États membres, de 80,9 milliards d'euros et de parts dites « appelables » de 627,5 milliards d'euros. L'engagement français vis-à-vis du MES s'élève à 16,3 milliards d'euros, versés en cinq tranches de 3,3 milliards d'euros chacune versées entre 2012 et 2014.

L'alignement de la clé de capital avec la dernière révision de celle de la Banque centrale européenne, intervenue en 2024, a conduit à augmenter la part de la France au capital du MES. Cette hausse se traduit ainsi par le versement de 37,5 millions d'euros inscrits au sein du programme 336 en 2026.

La prévision des documents budgétaires n'envisage pas de nouveau versement en 2027 et 2028.

VI. LES CRÉDITS DU PROGRAMME 344 *FONDS DE SOUTIEN RELATIF AUX PRÊTS ET CONTRATS FINANCIERS STRUCTURÉS À RISQUE*

Principaux éléments du programme 344 *Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque*

Les crédits de paiement demandés pour l'exercice 2026 au titre du programme 344 *Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque* s'élèvent à 178,7 millions d'euros, complétés par 11,5 millions d'euros au titre des fonds de concours associés au programme.

Le fonds de soutien en faveur des collectivités territoriales a été créé par la loi de finances pour 2014 ⁽¹⁾ pour aider les collectivités territoriales ayant souscrit, avant l'entrée en vigueur de la loi, des emprunts dits « toxiques ». Il est aujourd'hui en voie d'extinction puisque la très grande majorité des dossiers ont été traités (environ 90 %). Sa fin est programmée au 31 décembre 2028.

(1) Loi n° 2013-1 278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014, article 92.

Ce fonds a été doté d'une capacité financière de 3 milliards d'euros et l'ensemble des autorisations d'engagement nécessaires a été inscrit sur le programme en 2015. Il est important de souligner que le niveau initial de ces autorisations d'engagement a été revu à la baisse à trois reprises pour tenir compte de l'évolution des besoins des collectivités territoriales (cf. *infra*).

Les crédits de paiement sont décaissés progressivement : après 171,6 millions d'euros en 2025, 178,7 millions d'euros sont demandés sur ce programme pour 2026. En 2027, les crédits de paiement devraient s'élever à 178,6 millions d'euros et en 2028, à 180,5 millions d'euros.

Cet échéancier est cependant une estimation maximale qui repose sur l'hypothèse d'une couverture totale des autorisations d'engagement ouvertes. Or, le montant initial de 3 milliards d'euros d'autorisations d'engagement a déjà fait l'objet de plusieurs annulations partielles (93,5 millions d'euros en 2016-2017, 250 millions d'euros en 2018 et 120 millions d'euros en 2021), de sorte que **les autorisations d'engagement du programme s'élèvent désormais à environ 2,5 milliards d'euros.**

Le fonds est financé par l'État (environ 79 millions d'euros en 2026) et par le secteur bancaire par le biais d'une taxe additionnelle à la taxe systémique (environ 100 millions d'euros en 2026). Il bénéficie également de fonds de concours dont le montant est fixe (11,5 millions d'euros), provenant de la société de financement local et de sa filiale, la Caisse française de financement local (10 millions d'euros), ainsi que de Dexia (1,5 million d'euros).

Au 31 décembre 2025, le niveau des engagements à honorer devrait s'élever à 672,6 millions d'euros, compte tenu des versements déjà réalisés depuis la création du fonds.

VII. ANALYSE DU VERDISSEMENT DE LA MISSION

Principaux éléments

L'essor de l'OAT verte se confirme avec un encours qui atteint **83 milliards d'euros**, moins de huit ans après la première émission.

Dans le cadre du budget vert de l'État, 90 % des crédits de la mission ont été évalués comme ayant un impact neutre sur l'environnement. Pour le reste, seuls 199,6 millions d'euros sont cotés favorables à l'environnement en 2026 et 59,1 millions d'euros sont classés comme défavorables.

A. LA PROGRESSION DE L'OAT VERTE

● Le 24 janvier 2017, la France a lancé sa première obligation souveraine « verte », l'OAT verte de taux 1,75 % et de maturité 25 juin 2039, pour un montant initial de 7 milliards d'euros. Cette obligation doit permettre de dégager des ressources qui visent à financer des dépenses s'inscrivant dans la continuité des engagements pris dans le cadre de l'accord de Paris sur le climat.

Afin d'assurer sa liquidité, cette **première OAT verte** a, depuis, fait l'objet de quatorze réémissions postérieures à l'émission inaugurale, portant son **encours total à 36,3 milliards d'euros**.

En mars 2021, l'AFT a émis une **deuxième OAT verte** de taux 0,5 % et de maturité 25 juin 2044, pour un montant initial de 7 milliards d'euros. Ce titre a depuis fait l'objet de six nouvelles émissions, portant son **encours total à 23,9 milliards d'euros**.

L'AFT a émis pour la première fois en mai 2022 une **obligation souveraine verte indexée sur l'inflation européenne** de taux 0,1 % et de maturité 25 juillet 2038, pour un montant initial de 4 milliards d'euros. Ayant fait l'objet de six réémissions, son **encours a été porté à 7,9 milliards d'euros**. Le rapporteur spécial relève que ces émissions ont eu lieu dans un contexte d'inflation particulièrement élevée.

Enfin, l'AFT a lancé le 16 janvier 2024 une **quatrième OAT verte** de taux 3 % et de maturité 25 juin 2044, pour un montant de 8 milliards d'euros. Après réémission, son encours est passé à **14,9 milliards d'euros**.

Aussi, l'encours cumulé de ces quatre obligations vertes s'établit à **83,0 milliards d'euros**.

Le rapporteur spécial ne peut se réjouir de ce constat. En effet, l'OAT verte demeure le support d'une dette, au demeurant croissante, et l'on ne saurait se féliciter de l'augmentation de la dette française sous prétexte qu'elle se verdit.

Au demeurant, le rapporteur spécial rappelle que **la logique même des OAT vertes**, dont le montant des émissions est adossé à une enveloppe de dépenses « vertes » déterminées comme éligibles par un comité interministériel, est directement **contraire aux principes budgétaires** issus de la LOLF. La dette « verte » contrevient ainsi au **principe d'universalité budgétaire**, qui a pour corollaire la **règle de non-affectation** énoncée par l'article 6 de la LOLF, selon laquelle l'ensemble des recettes assure l'exécution de l'ensemble des dépenses du budget général. Le rapporteur spécial souligne que l'esprit de cette règle répond à une exigence d'unité d'action de l'État et d'égalité devant les services publics et qu'il doit en conséquence être strictement respecté.

B. UN IMPACT ESSENTIELLEMENT NEUTRE SUR L'ENVIRONNEMENT DES DÉPENSES RATTACHÉES À LA MISSION

Dans la continuité des éditions précédentes, le sixième exercice du budget vert de l'État ⁽¹⁾ évalue comme neutre l'impact sur l'environnement de 90 % des dépenses rattachées à la mission et relevant du périmètre étudié. Pour le reste, seuls 199,6 millions d'euros sont cotés favorables à l'environnement en 2026 et 59,1 millions d'euros sont par ailleurs classés comme défavorables.

Les montants non neutres relèvent exclusivement de la catégorie des dépenses fiscales. Ils résultent :

– de quotes-parts favorables de 10 % pour l'exonération des intérêts des livrets A (soit 79,3 millions d'euros) et des livrets bleus (6,2 millions d'euros) et de 35 % pour l'exonération des intérêts des livrets de développement durable et solidaire (114,1 millions d'euros), au titre des axes « atténuation climat » et « adaptation climat » ;

– d'une quote-part défavorable de 5 % pour ces mêmes exonérations relatives aux livrets A (39,7 millions d'euros), aux livrets bleus (3,1 millions d'euros) et aux livrets de développement durable et solidaire (16,3 millions d'euros), au titre des axes « atténuation climat » et « biodiversité ».

Ces cotations résultent d'une analyse détaillée de l'emploi des fonds associés au stock d'épargne de ces trois livrets d'épargne réglementée, dont la gestion relève des banques pour 40,5 % et de la Caisse des dépôts et consignations à hauteur de 59,5 %.

(1) Rapport sur l'impact environnemental du budget de l'État annexé au PLF 2026, octobre 2025.

EXAMEN EN COMMISSION

Au cours de sa réunion du 18 novembre 2025, la commission des finances a examiné les crédits de la mission Engagements financiers de l'État.

Après avoir examiné les amendements de crédits, la commission a rejeté les crédits de la mission Engagements financiers de l'État.

La commission a ensuite adopté l'amendement II CF2352 portant article additionnel rattaché

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial. L'examen des crédits de la mission *Engagements financiers de l'État* pour l'exercice 2026 met en lumière une dynamique préoccupante. Ces crédits poursuivent leur augmentation, pour atteindre 60,4 milliards d'euros en crédits de paiement (CP), soit une progression de plus de 4,4 milliards d'euros par rapport à la loi de finances initiale (LFI) pour 2025 et de 6,5 milliards d'euros par rapport à la prévision actualisée pour cette même année. Toutefois, cette évolution appelle une vigilance accrue car elle reflète avant tout une hausse soutenue du coût de la dette publique.

En effet, les crédits du programme 117, consacré à la charge de la dette et à la trésorerie de l'État, représentent à eux seuls 58,6 milliards d'euros en 2026, ce qui représente une hausse de plus de 8 % par rapport à la LFI pour 2025. La seule action dédiée à la charge de la dette progresserait ainsi de 7,2 milliards d'euros. Cette évolution résulte à la fois de l'augmentation du volume de dette émise et du renchérissement des taux d'intérêt.

L'encours de dette négociable poursuit en effet sa trajectoire ascendante. Les prévisions sont de 2 748 milliards d'euros pour la fin 2025 et de 2 889 milliards d'euros pour la fin 2026. Depuis 2020, l'encours augmente en moyenne de 156 milliards d'euros par an, contre 64 milliards d'euros entre 2012 et 2019. L'absence de sérieux budgétaire nous a conduits à cumuler chaque année des déficits publics élevés. Si la mission *Engagements financiers de l'État* dérive, plongeant le pays toujours plus dans la difficulté, cela s'explique par le fait que, depuis plus de cinquante ans, tous les partis – hormis le RN, qui n'a jamais gouverné – ont recouru aux déficits.

Parallèlement, les conditions de financement de la France se sont dégradées sous l'effet conjugué de déficits élevés et de l'instabilité politique. Le *spread* à dix ans avec l'Allemagne, indicateur de confiance des marchés, s'est accru pour atteindre un niveau compris entre 70 et 80 points de base, contre 50 points fin 2023. Notre notation souveraine a été abaissée par les trois principales agences. Cette dégradation se traduit par des taux d'emprunt plus élevés : le Gouvernement anticipe un taux moyen des obligations assimilables du Trésor (OAT) à dix ans de 3,7 % en 2025, puis de 3,8 % en 2026.

Certaines caractéristiques structurelles de la dette française amplifient ces fragilités. La part détenue par les non-résidents remonte pour atteindre 55,4 % mi-2025, avec parfois de fortes disparités selon les instruments – cette proportion s'élève à plus de 80 % pour le très court terme, par exemple. S'y ajoute un manque persistant d'information sur la nationalité précise des détenteurs, lacune que je mets en lumière régulièrement dans mes rapports et qui devient de plus en plus problématique compte tenu des tensions géopolitiques.

La dette indexée sur l'inflation constitue un second motif de préoccupation. Son encours atteint plus de 300 milliards d'euros, dont plus des trois quarts sont indexés sur l'inflation européenne. Si la baisse de l'inflation depuis 2024 limite son effet immédiat, il ne faut pas oublier le coût très élevé payé en 2022 et 2023, lorsque les provisions pour indexation ont dépassé 15 milliards d'euros par an. À ce titre, une réflexion sur la réduction progressive des émissions indexées semble indispensable, comme l'ont fait plusieurs pays présentant une situation comparable à la nôtre, tels l'Allemagne, le Canada, la Suède ou le Royaume-Uni.

De manière générale, la trajectoire de la dette française reste orientée à la hausse, dans un contexte d'incertitude budgétaire, politique et géopolitique. Les simulations du Gouvernement montrent qu'un choc de 1 point sur l'ensemble de la courbe de taux se traduirait par un surcoût de plus de 3 milliards d'euros la première année, 7,5 milliards d'euros la deuxième et près de 18,4 milliards d'euros à l'horizon de cinq ans. Ces chiffres illustrent la nécessité d'un pilotage sérieux de nos finances.

Les autres programmes de la mission concernent des montants de crédits sensiblement plus réduits et connaissent des évolutions contrastées.

La dotation du programme 114, relatif aux appels en garantie, diminue en apparence, pour atteindre 790 millions d'euros en 2026, contre 550 millions d'euros estimés initialement en 2025. Toutefois, cette estimation a été révisée, les appels en garantie au titre des prêts garantis par l'État (PGE) augmentant bien au-delà des prévisions initiales : 550 millions d'euros supplémentaires sont requis en 2025, soit un total de 1,1 milliard d'euros au titre des appels en garantie des PGE. Le programme 145 *Épargne* reprend sa tendance baissière avec une dotation de 96 millions d'euros qui est le reflet de l'extinction progressive des primes d'épargne logement.

Les programmes 355 et 344 connaissent des ajustements plus contenus : la charge de la dette reprise de SNCF Réseau diminuerait légèrement, tandis que le fonds de soutien aux prêts structurés à risque progresserait de manière marginale.

Non seulement nous sommes les seuls à ne pas demander de rabais sur notre contribution à l'Union européenne mais nous ouvrons une ligne destinée à abonder de plusieurs dizaines de millions le Mécanisme européen de stabilité, qui vise à aider financièrement les pays en difficulté – à croire que nous n'en faisons pas partie.

Comme vous le savez, la majorité des crédits de la mission *Engagements financiers de l'État* sont évaluatifs, l'État étant tenu d'honorer ses engagements en matière de charge de la dette. Cependant je dois émettre un avis défavorable sur ces crédits car ils confirment la croissance incontrôlée de l'endettement et de la charge de la dette, corollaire d'une gestion des finances publiques marquée par des écarts croissants entre les prévisions et l'exécution.

Article 49 et état B : Crédits du budget général

M. Denis Masségli (EPR). Nous voterons en faveur des crédits.

Mme Claire Lejeune (LFI-NFP). Nous nous opposerons à ces crédits.

M. Jacques Oberti, rapporteur spécial. Le groupe Socialistes et apparentés se prononcera contre les crédits de la mission.

M. Charles Fournier (EcoS). Notre vote sera défavorable.

Mme Félicie Gérard (HOR). Nous nous opposerons à ces crédits.

La commission rejette les crédits de la mission Engagements financiers de l'État.

Article 52 et état G : Liste des objectifs et indicateurs de performance

Amendement II-CF882 de M. Kévin Mauvieux

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial. Il s'agit, comme chaque année, d'obtenir davantage d'informations sur les montants des primes et des décotes à l'émission ainsi que sur la nationalité et la classification des détenteurs de la dette publique.

La commission rejette l'amendement.

Après l'article 71

Amendement II-CF1167 de M. Anthony Boulogne

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial. L'amendement vise à ce que le Gouvernement remette un rapport dans un délai de six mois sur les besoins de trésorerie de court terme et la progression des intérêts. Cela étant, une mission de contrôle est lancée sur ce sujet et confiée à la Cour des comptes.

La commission rejette l'amendement.

Amendement II-CF2352 de Mme Claire Lejeune

Mme Claire Lejeune (LFI-NFP). Des alertes récurrentes sont lancées sur le niveau de la dette française mais on parle beaucoup moins de sa structuration. Dans les années 1970, les acteurs nationaux détenaient une part beaucoup plus importante de notre dette, ce qui nous protégeait des pressions émanant d'agents financiers. Nous subissons à l'heure actuelle ces pressions ; les acteurs financiers font peser des risques sur le financement de notre dette. Aussi proposons-nous d'instituer un plancher de détention de la dette souveraine pour les banques privées et les assurances qui opèrent en France, ce qui garantirait que les acteurs nationaux en détiennent une partie et éviterait que des acteurs politiques imposent, au nom de la protection contre les marchés, des décisions qui ne sont pas soutenues par le peuple français.

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial. Voilà trois ans que je soulève la question de la gestion de notre dette, tant sur le plan des instruments utilisés – je pense notamment aux obligations indexées sur l’inflation – que sur la répartition de la dette. Je lance une alerte chaque année sur la nécessité de réduire la part des non-résidents dans la détention de notre dette – compte tenu des tensions géopolitiques – et sur l’exigence d’une meilleure maîtrise de cette dernière. Toutefois, je ne suis pas certain que la coercition soit la meilleure manière de traiter cette question très sensible. Sagesse.

M. Daniel Labaronne (EPR). On connaît assez précisément la structure de la dette française ; on sait quels investisseurs la financent. Par ailleurs, les capitaux sont mobiles ; si on introduit des contraintes et des restrictions, notre dette sera beaucoup moins attractive sur les marchés financiers internationaux. Enfin, si l’on veut que l’épargne française finance davantage notre dette, il ne faut pas taxer, comme vous l’avez proposé, les assurances vie, notamment les fonds en euros, dans le cadre d’un impôt sur la fortune improductive, puisque cette épargne finance la dette française. C’est quelque peu contradictoire. Il faut au contraire inciter les Français à orienter leur épargne vers l’assurance vie.

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial. Lorsque j’entends qu’il ne faut pas toucher aux instruments existants ni essayer d’accroître la proportion de résidents parmi les détenteurs de la dette parce que ça la rendrait moins liquide et moins attractive, je réponds que des pays le font sans que cela suscite la moindre difficulté. La question s’est posée sur la dette indexée. Voilà trois ans que je dis qu’il faut arrêter d’émettre des obligations indexées sur l’inflation, mais les membres de la majorité puis du socle commun se sont évertués à répéter que, si on faisait cela, on manquerait de liquidité, on ne pourrait plus lever de dette et qu’en conséquence, les taux d’intérêt augmenteraient. Or nos auditions ont montré que l’Allemagne, qui a arrêté d’émettre de telles obligations il y a un an, n’en a subi aucun effet négatif. Cela ne nuirait pas davantage à la France, puisque notre taux de couverture excède 2,5 – autrement dit, le volume des propositions qui nous sont faites lorsque nous souhaitons émettre de la dette est plus de deux fois et demie supérieur à nos besoins. Cela étant, nous préférons, pour notre part, l’incitation à la coercition.

La commission adopte l’amendement.

*

* *

LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LE RAPPORTEUR SPÉCIAL

BNP Paris

– M. Benito Babini, directeur de l'activité de spécialiste en valeur du trésor (SVT) et du conseil en dette souveraine

– M. Laurent Bertonnaud, directeur des affaires publiques France – Numérique – Retail

Agence France Trésor

– M. Antoine Deruennes, directeur général

Direction générale du Trésor

– Mme Sandrine Ménard, sous-directrice financement des entreprises et marchés financiers (FINENT) au service du financement de l'économie (SFE)

– M. Manuel Chateau, chef du bureau « Budget » au secrétariat général

– M. Quentin Laffeter, chef du bureau « Diagnostic et prévisions France » au service des politiques macroéconomiques et des affaires européennes

– M. Thomas Meinzel, chef du pôle « Analyse économique du secteur financier & Stabilité financière » au SFE

– M. Sofien Abdallah, conseiller parlementaire et relations institutionnelles

– M. Adrien Delahais, adjoint à la cheffe du bureau « Financement et développement des entreprises » (FINENT2) au SFE

Standards & Poor's

- M. Gerben de Noord, conseiller principal en régulation européenne
- M. Rémy Carasse, directeur et analyste en chef en notations souveraines et financement international
- M. Mickael Vidal, directeur et analyste en chef en notations souveraines

*

* *