

Résumé

La dynamique de la dette publique mondiale ne s'est améliorée d'aucune manière notable en 2025 et le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient a ajouté une nouvelle source de tension budgétaire à un paysage mondial déjà tendu. Le conflit se répercute de façon concrète sur le monde entier : perturbations de l'approvisionnement énergétique, resserrement des conditions financières et pouvoirs publics contraints de choisir entre la protection de leurs populations contre la flambée des prix et la préservation de leur espace budgétaire. Son incidence budgétaire est extrêmement asymétrique. Les pays importateurs d'énergie, en particulier les pays en développement à faible revenu, sont ceux pour qui la facture est la plus lourde, mais le club des bénéficiaires potentiels est plus restreint que lors des chocs énergétiques passés, étant donné que les grands exportateurs du Golfe sont eux-mêmes directement touchés par le conflit.

La forte poussée de l'incertitude entourant les politiques publiques qui dominait les perspectives économiques il y a un an est retombée après avoir passé son pic, mais les pressions budgétaires et géopolitiques sous-jacentes ne se sont pas atténuées. Même si l'économie mondiale a fait montre de résilience, la situation budgétaire a empiré. La dette publique brute mondiale est montée à près de 94 % du PIB en 2025 et, si elle suit les trajectoires actuelles, elle atteindra 100 % d'ici à 2029, niveau qui n'avait été connu qu'au lendemain de la Seconde Guerre mondiale.

Le niveau élevé de la dette mondiale est une source d'inquiétude, mais ce n'est pas la seule : la trajectoire que supposent les paramètres budgétaires actuels en est une autre. La hausse des taux d'intérêt et la réactivité accrue des marchés à l'actualité budgétaire donnent à penser que l'espace permettant de composer avec cette trajectoire se restreint. L'écart budgétaire mondial, à savoir la différence entre les soldes primaires projetés et les niveaux requis pour stabiliser le ratio d'endettement, a pratiquement disparu, passant d'un volant de plus de 1 % du PIB il y a dix ans à près de zéro aujourd'hui. Cette évolution constitue une détérioration de nature structurelle — c'est-à-dire qu'elle témoigne de choix politiques qui ont alourdi les dépenses permanentes destinées aux prestations sociales ou réduit les recettes, en particulier dans certaines des plus grandes économies. Même dans les pays où la dynamique de la dette s'est améliorée, les niveaux d'endettement public dans de nombreux cas demeurent supérieurs au pic qu'ils avaient atteint pendant la crise de la COVID-19. En outre, les paiements d'intérêts augmentent fortement (en seulement quatre ans, ils sont passés de 2 % à près de 3 % du PIB mondial), à mesure que les pouvoirs publics refinancent la dette arrivant à échéance aux taux actuels, qui sont plus élevés. Dans un contexte marqué par des coûts d'emprunt appelés à rester élevés, la combinaison de soldes primaires fragiles et de charges croissantes au titre du service de la dette rend impossible de baisser la garde.

Les *États-Unis* affichent un déficit public de l'ordre de 7 à 8 % du PIB alors que l'économie fonctionne proche de son plein potentiel, sans qu'aucun plan d'assainissement ne soit en vue. Dès lors, la dette brute devrait atteindre 142 % du PIB d'ici à 2031. En *Chine*, l'expansion budgétaire à court terme, destinée à soutenir la demande intérieure sur fond de pressions déflationnistes, a creusé le déficit national global à près de 8 % du PIB, sachant que la récurrence de déficits élevés devrait porter la dette aux environs de 127 % du PIB d'ici à 2031. Les difficultés budgétaires mondiales ne touchent pas que ces deux pays. Au *Japon*, la hausse

CHAPITRE 1 La politique budgétaire sous pression : endettement élevé, risques croissants

de l'inflation, la croissance du PIB et la réduction des déficits primaires améliorent la dynamique de la dette, mais les rendements des obligations souveraines ont atteint des niveaux records qui pourraient avoir des répercussions sur d'autres pays. En *Europe*, plusieurs États membres de l'*Union européenne* ont activé des clauses de sauvegarde pour déroger aux règles relatives aux déficits afin de financer une augmentation des dépenses dans le domaine de la défense. Ces dépenses, qui risquent de s'inscrire dans la durée, soulignent les arbitrages budgétaires auxquels sont confrontés les pays disposant de marges de manœuvre budgétaires limitées. Les pays émergents et préémergents ont globalement bénéficié d'un accès favorable aux marchés en 2025, aidés en cela par l'affaiblissement du dollar. Les niveaux d'endettement dans ces marchés demeurent toutefois élevés, les volumes d'émission ont été divisés par deux et les durées fortement raccourcies pour les emprunteurs les moins bien notés. Parmi les pays les plus pauvres du monde, les paiements d'intérêts ont atteint des niveaux records au regard des recettes, et le recul des volumes d'aide crée des besoins de financement que certains pays ne parviennent pas à combler. La guerre au *Moyen-Orient* menace de renforcer la dynamique défavorable liée aux conditions financières et aux prix des produits de base — du fait de la hausse mondiale des taux d'intérêt, de l'appréciation du dollar et de la flambée des prix de l'énergie — exacerbant ainsi les pressions macroéconomiques qui pèsent sur les pays émergents et les pays en développement.

Les perspectives budgétaires se sont encore détériorées depuis l'édition d'avril 2025 du Moniteur des finances publiques. Au niveau mondial, la dette à risque à trois ans s'établit maintenant aux alentours de 117 % du PIB, sachant qu'il existe un écart d'environ 20 points de pourcentage entre la projection médiane et l'extrémité de droite, ce qui signale une accentuation des risques de dégradation. Plusieurs dynamiques qui se renforcent mutuellement pourraient peser sur les perspectives budgétaires. Le conflit au Moyen-Orient est susceptible d'accentuer encore les tensions sur les finances publiques en provoquant une hausse des prix des denrées alimentaires et des carburants, un durcissement des conditions financières, un ralentissement de l'activité et une augmentation des dépenses dans le domaine de la défense. Dans un scénario où le conflit se prolongerait, la dette mondiale à risque pourrait augmenter de 4 points de pourcentage supplémentaires. Par ailleurs, une correction de la valeur des actifs liés à l'intelligence artificielle, dans le cadre de laquelle les actions américaines chuteraient de 20 %, avec des effets de contagion sur les conditions financières mondiales, pourrait entraîner une nouvelle hausse de 2,4 points de pourcentage de la dette mondiale à risque.

Les pressions protectionnistes et la fragmentation géoéconomique continuent d'inciter les autorités à recourir à des subventions sectorielles et à des soutiens aux échanges commerciaux, dont les bénéfices sur le plan de la productivité sont incertains, ce qui accroît le risque que les soldes primaires restent inférieurs aux niveaux nécessaires à la stabilisation de la dette en cas de croissance inférieure aux attentes. L'instabilité intérieure renforce encore les tensions budgétaires : dans certains pays, les troubles sociaux se sont intensifiés tous groupes de revenus confondus, phénomène qui est lié à une baisse de la croissance et à un creusement des déficits primaires. Parallèlement, les pressions exercées sur l'indépendance des banques centrales, qu'elles soient explicites ou implicites, sont susceptibles d'avoir un effet haussier sur les anticipations d'inflation et les primes de risque, même pour les pays bien notés, et d'éroder la crédibilité qui contient les coûts d'emprunt.

La structure des marchés de la dette souveraine connaît également des évolutions qui accentuent les facteurs de vulnérabilité et qui sont particulièrement marquées dans les pays avancés. Étant donné que les banques centrales réduisent la taille de leurs bilans, les investisseurs privés (souvent ceux qui recourent à l'effet de

levier) sont devenus les acheteurs marginaux des obligations souveraines. Les fonds spéculatifs jouent maintenant un rôle accru dans l'intermédiation, en absorbant des émissions au moyen d'opérations susceptibles d'être débouclées rapidement en cas de pic de volatilité. Par opposition, un groupe restreint de grands pays émergents a emprunté une trajectoire différente : ils s'appuient de plus en plus sur des émissions en monnaie locale absorbées par des investisseurs nationaux (Rapport sur la stabilité financière dans le monde, octobre 2025). L'augmentation de l'offre de bons du Trésor américain entraîne un tassement de la prime de sécurité dont ces titres bénéficiaient traditionnellement — une érosion qui se traduit par une hausse des coûts d'emprunt à l'échelle mondiale. Certaines autorités, en particulier celles d'économies d'importance systémique comme les États-Unis, ont aussi raccourci la durée de leurs échéances afin de gérer leurs charges d'intérêt à court terme, ce qui accroît leur exposition à des variations soudaines des conditions de financement à court terme. La transmission est mondiale : les hausses des rendements américains induites par l'offre se répercutent presque à l'identique sur les marchés obligataires étrangers et touchent de manière disproportionnée les pays dépendants du financement extérieur.

La période propice à un assainissement des finances publiques ordonné se referme. Les pays avancés fortement endettés ont besoin de mesures d'assainissement concrètes et soigneusement planifiées, et non d'objectifs à moyen terme relevant uniquement du registre des ambitions. S'agissant des États-Unis, l'arithmétique est implacable : la stabilisation de la trajectoire de la dette du pays nécessitera une action du côté tant des recettes que des dépenses, y compris celles au titre des grands programmes de protection sociale. Les pouvoirs publics européens doivent concilier les engagements en faveur de la défense avec les pressions liées au vieillissement de la population en procédant à une refonte tangible des priorités de dépense.

Pour que leurs plans budgétaires à moyen terme soient crédibles, les pays émergents devraient les articuler autour des éléments centraux suivants : s'attaquer aux passifs conditionnels, éliminer progressivement les subventions énergétiques coûteuses sur le plan budgétaire et élargir l'assiette fiscale. S'agissant de la Chine, l'expansion budgétaire à court terme dont les objectifs principaux étaient de stimuler la consommation et de soutenir le secteur de l'immobilier devrait se poursuivre jusqu'à ce que la reflation soit pérenne. La stabilisation de la dette chinoise nécessitera, dans la durée, un rééquilibrage budgétaire important, des réformes de la fiscalité et de la sécurité sociale, ainsi qu'une restructuration de la dette des structures de financement des administrations locales. Pour les pays à faible revenu, la baisse des volumes d'aide extérieure rend la mobilisation des ressources intérieures primordiale, et des données permettent de penser que des réformes bien menées des administrations fiscales permettent d'obtenir des améliorations notables.

Compte tenu de l'amenuisement déjà marqué des marges de manœuvre budgétaires, les mesures de politique économique prises en réponse à la hausse des coûts de l'énergie devraient être soigneusement calibrées, réservées aux ménages vulnérables et aux entreprises viables, et cohérentes avec les efforts de la politique monétaire visant à contenir l'inflation. Il convient d'éviter les dispositifs généralisés de prix subventionnés lorsqu'ils entraînent de lourds coûts budgétaires, sont difficiles à éliminer ou suppriment le signal donné par les prix d'une manière qui se répercute sur les marchés mondiaux de produits de base. Les prix des carburants et du gaz au niveau national devraient continuer à refléter les mouvements de prix internationaux et faciliter l'ajustement de la demande, même lorsqu'un soutien temporaire ciblé est en place.

CHAPITRE 1 La politique budgétaire sous pression : endettement élevé, risques croissants

Pour tous les pays, quel que soit leur groupe, il y a lieu que la politique budgétaire soit davantage prospective et ancrée structurellement dans le contexte de la gestion des effets du choc sur les prix de l'énergie. La préservation de l'indépendance des banques centrales et de l'intégrité des cadres budgétaires est essentielle, tant pour les économies avancées que pour les pays émergents. Une communication claire sur les réalités budgétaires, conjuguée à une plus grande transparence, peut contribuer à ancrer les anticipations et à susciter l'adhésion aux ajustements requis.