La prime de risque française : pourquoi l'écart OAT-Bund ne suffit plus

Pierre de Metz - Génération Dette

Octobre 2026

1 Introduction

Le 1er octobre 2026, le jour où le gouvernement présentait son projet de loi de finances pour 2027, l'OAT à dix ans a touché 4,96 % en séance, du jamais vu depuis 2002 [1]. Dans les jours suivants, l'écart avec le Bund allemand a dépassé 140 points de base (pb) en clôture. Il était à 104 pb deux semaines plus tôt.

Ce chiffre est devenu le thermomètre de la crise française, mais il compare la France à une Allemagne qui a elle aussi changé : Berlin emprunte et investit massivement depuis 2025, et le Bund n'est plus tout à fait la référence sans risque qu'il était. Nous proposons ici de mesurer la prime française contre le taux de swap en euros, puis de regarder ce que cette mesure dit de notre dette, de ceux qui la détiennent, de l'économie et de l'échéance de 2027.

2 L'écart OAT-Bund et ses limites

2.1 Un indicateur utile, mais à deux variables

L'écart OAT-Bund a de bonnes raisons d'être populaire. Les deux pays partagent la même monnaie et la même banque centrale, si bien que la différence de rendement reflète en principe le seul risque propre à la France, qu'il soit budgétaire, politique ou de liquidité. Son historique est parlant : 190 pb en clôture au plus fort de la crise de novembre 2011, un saut de 50 à plus de 65 pb après la dissolution de juin 2024.

Le problème est qu'un écart a deux pieds. Quand il bouge, rien ne dit si c'est l'OAT qui monte ou le Bund qui baisse. Et depuis deux ans, c'est le second pied qui a glissé.

2.2 Le Bund n'est plus ce qu'il était

Pendant les années de rachats massifs de la BCE, le Bund était un titre rare, recherché comme collatéral et peu émis. Il se traitait donc bien en dessous du taux de swap, jusqu'à 106 pb en dessous en octobre 2022. Cette prime de rareté a fondu. La BCE réduit son bilan, et la réforme du frein à l'endettement votée en 2025 (fonds de 500 milliards d'euros pour les infrastructures, dépenses de défense largement sorties de la règle) fait grossir l'offre de Bunds. Le Bund a pris 71 pb sur le seul troisième trimestre 2026 [1] et ne se traite plus qu'une dizaine de points sous le swap.

Cette normalisation comprime mécaniquement l'écart OAT-Bund. Entre octobre 2022 et octobre 2026, il est passé de 57 à 138 pb en moyenne mensuelle, soit 81 pb de plus. Sur la même période, l'OAT est passée de 36 pb sous le swap à 129 pb au-dessus, soit 165 pb de plus. L'écart avec le Bund n'a capté qu'environ la moitié de la dégradation française.

3 Ce que dit le swap

3.1 Un point de comparaison sans État

Le taux de swap à dix ans est le taux fixe qu'échangent deux banques contre un taux variable (ici l'Euribor six mois) pendant dix ans. Il intègre les anticipations de taux de la BCE et une prime de terme, mais aucun risque souverain. L'écart entre l'OAT et ce swap, l'*asset swap spread* des salles de marché, isole donc la prime exigée pour détenir de la dette française plutôt qu'un actif « sans État », sans dépendre de la politique budgétaire d'un autre pays. Calculée sur des rendements génériques, la mesure reste approximative, mais suffit pour lire une tendance.

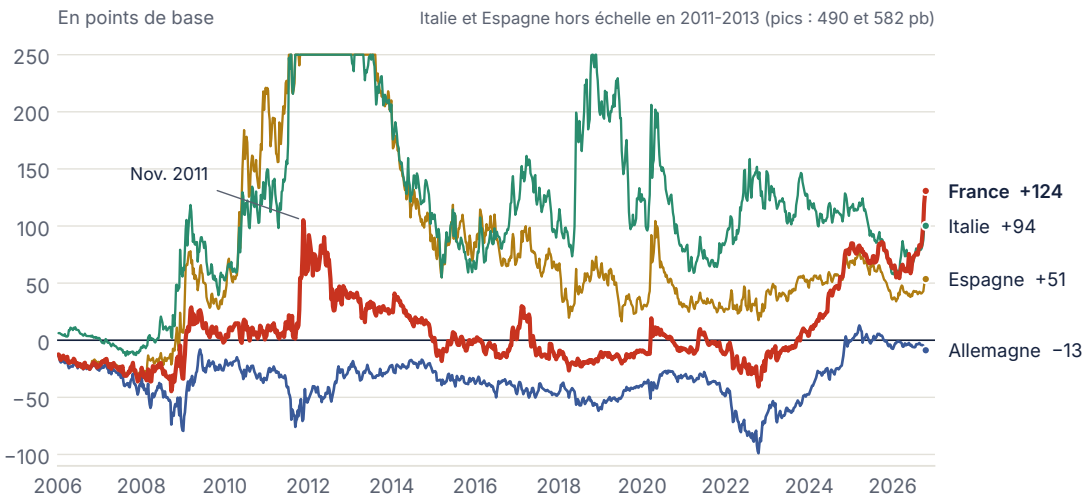


FIGURE 1 – Écart entre le rendement souverain à 10 ans et le taux de swap EUR à 10 ans, 2006-2026

Moyennes hebdomadaires de clôtures quotidiennes, janvier 2006 - 16 octobre 2026 ; chiffres à droite au 16 octobre. L'Italie sort aussi du cadre fin 2018. Source : Investing.com (données indicatives) ; calculs Génération Dette.

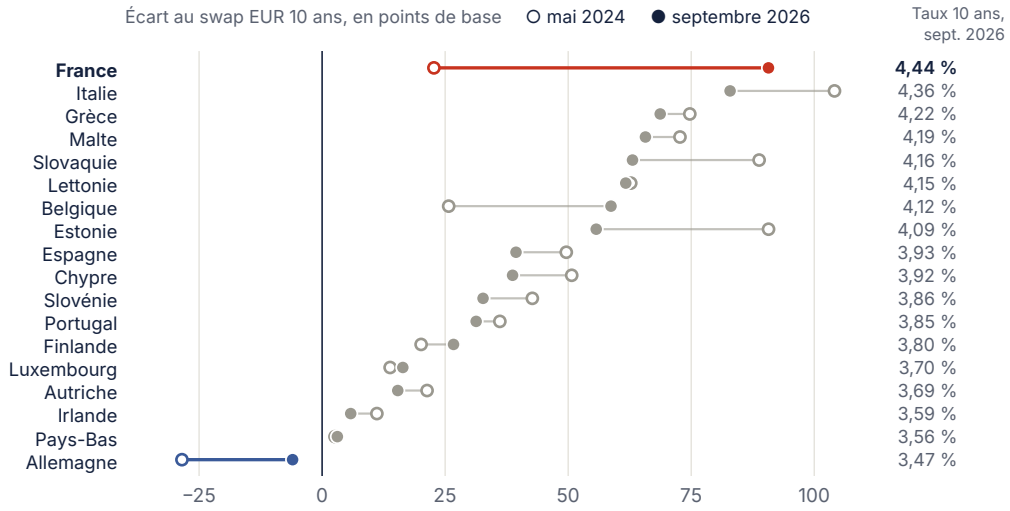


FIGURE 2 – Écart au swap des dettes souveraines de la zone euro, mai 2024 et septembre 2026

Rendement à 10 ans moins taux de swap EUR à 10 ans, moyennes mensuelles. Taux souverains : BCE, taux d'intérêt à long terme ; swap : Investing.com. Bulgarie, Croatie et Lituanie exclues (titres peu échangés, taux figés). Mai 2024 : dernier mois avant la dissolution.

3.2 Un record que l'écart avec le Bund ne montre pas

La figure 1 change la lecture de la séquence. Face au Bund, la France reste loin de son pic de 2011. Face au swap, elle l'a dépassé : 135 pb en clôture le 14 octobre, contre 117 pb en novembre 2011. Entre 2015 et 2023, l'OAT se traitait en moyenne 8 pb *sous* le swap.

La position relative de la France a aussi changé. L'Italie et l'Espagne ont payé jusqu'à 490 et 582 pb au-dessus du swap en 2011-2012. Depuis l'automne 2025, la prime française dépasse régulièrement l'italienne, et c'est le cas tous les jours depuis septembre : le 16 octobre, l'OAT rapportait environ 30 pb de plus que le BTP. L'Allemagne, elle, est passée de −106 à −13 pb : près de 90 pb de remontée, que l'écart OAT-Bund efface purement et simplement.

4 La France dans la zone euro

La figure 2 élargit la comparaison à la zone euro. En septembre 2026, la France a payé le taux à dix ans le plus élevé de tous : 4,44 % en moyenne, devant l'Italie (4,36 %) et la Grèce (4,22 %).

Depuis mai 2024, la prime française face au swap a augmenté de 68 pb, la plus forte hausse des dix-huit pays retenus, loin devant la Belgique (+33 pb), elle aussi aux prises avec ses déficits. Dans le même temps,

la prime italienne a baissé de 21 pb, l'espagnole de 10 pb, la portugaise et la grecque d'environ 5 pb. Les anciens « périphériques » ont réduit leurs déficits, ou convaincu qu'ils le feraient. La France, toujours notée A+ par Fitch et S&P, emprunte désormais plus cher que des pays notés plusieurs crans en dessous : pour les investisseurs, la trajectoire compte davantage que la note.

5 Ce que la prime coûte

5.1 À nos finances publiques

La dette publique atteignait 3 595,5 milliards d'euros fin juin 2026, soit 119,0 % du PIB [2], et le gouvernement prévoit 121,7 % fin 2027 [3]. L'État empruntera un record de 340 milliards d'euros à moyen et long terme en 2027 [1]. Dans le PLF, la charge de la dette de l'État passe de 62,6 à 72,9 milliards d'euros, 10,3 milliards de plus en un an ; hors pensions, elle devient le premier poste du budget, devant la Défense et l'Éducation nationale [4].

Avec une maturité moyenne d'un peu plus de huit ans [5], la hausse des taux ne se transmet qu'au rythme des refinancements. Mais elle se transmet. Un ordre de grandeur : 100 pb de prime supplémentaire coûtent 3,4 milliards d'euros par an sur les seules émissions de 2027, et près de 29 milliards par an, environ un point de PIB, une fois refinancés les 2 882 milliards de dette négociable. Notre simulateur retenait dans son scénario central un taux de refinancement de 2,25 % et projetait déjà une dette proche de 220 % du PIB en 2045 ; l'OAT se traite aujourd'hui à plus du double. Et quand le taux d'emprunt (4,8 %) dépasse durablement la croissance nominale (environ 2,8 % prévus pour 2027), la dette grossit d'elle-même, sauf excédent primaire, ce que la France n'a plus connu depuis le début des années 2000.

5.2 Aux détenteurs de la dette

Plus de la moitié de la dette négociable de l'État (57,5 % au premier trimestre 2026) est détenue par des non-résidents [5]. Pour les détenteurs français, assureurs vie en tête, la hausse des taux a deux faces : les nouveaux placements rapportent plus, mais les obligations achetées à 0,5 ou 1 % portent de lourdes moins-values latentes. Le gouverneur de la Banque de France, Emmanuel Moulin, souligne la solidité du secteur financier [6], à juste titre pour le stock. Le risque porte sur le flux : avec une BCE qui réduit son bilan, ce sont des acheteurs privés qui devront absorber 340 milliards d'émissions, au prix qu'ils jugeront juste.

5.3 À l'économie, à la compétitivité et à l'industrie

L'OAT sert de référence à une large part du crédit en France, des prêts immobiliers au financement des collectivités. Signe des temps, environ 38 % de la dette des entreprises françaises bien notées rapporte moins que celle de l'État [7]. Les grands groupes s'en accommodent ; les PME et les ETI, qui dépendent de banques dont le coût de financement suit celui de leur souverain, beaucoup moins. Pour l'industrie, la prime pèse deux fois. Elle renchérit l'investissement privé au moment où l'énergie redevient chère, et elle réduit la capacité de l'État à cofinancer le nouveau nucléaire, la défense ou les relocalisations. L'Allemagne s'endette aussi, mais pour investir, et à un taux inférieur d'environ 140 pb.

6 2027 : une prime électorale

Une partie de la prime tient au calendrier : le sondage Toluna Harris Interactive du 12 octobre place Marine Le Pen, éligible depuis l'arrêt d'appel du 7 juillet, entre 35 et 37 % au premier tour, devant Jean-Luc Mélenchon (18 à 19 %) et Édouard Philippe (13 à 17 %), avec un second tour Le Pen-Mélenchon dans tous les scénarios testés [8].

Le 6 octobre, l'écart avec le Bund s'est resserré de 5 pb le matin où le Rassemblement national présentait un contre-budget visant 3 % de déficit en cinq ans par 125 milliards d'euros d'économies nettes [9]. La France insoumise propose de son côté de faire racheter et annuler une partie de la dette par la BCE, une option que nous avons analysée en août [10] et qu'Emmanuel Moulin qualifie d'« illégale, dangereuse et inutile » [6]. Quel que soit le vainqueur, c'est la crédibilité de son programme qui fixera la prime.

7 La BCE ne viendra pas tout de suite

Depuis 2022, la BCE dispose de l'Instrument de protection de la transmission (TPI), qui lui permet d'acheter les titres d'un pays confronté à une dynamique de marché « injustifiée et désordonnée » [11].

L'instrument est conditionnel : respect du cadre budgétaire européen, absence de déséquilibres graves, dette soutenable, politiques saines. La France, sous procédure pour déficit excessif depuis 2024, ne reste éligible que si elle en respecte la trajectoire, et une hausse graduelle de la prime, liée à un budget et à une élection, sera difficilement jugée « injustifiée ». Le TPI n'a jamais servi, pas même en 2022 quand l'écart italien dépassait 200 pb.

Christine Lagarde l'a dit sans détour le 14 octobre à Bangkok : la première solution « se trouve en France, et elle relève de la politique budgétaire » [12]. La BCE a en outre relevé ses taux en juin puis en septembre, portant le taux de dépôt à 2,50 %, face à une inflation tirée par l'énergie. Ce resserrement fait monter tous les taux ; l'écart au swap permet justement de séparer ce qui vient de Francfort de ce qui vient de Paris.

Le 1er octobre à Zurich, Mario Draghi a prononcé une conférence qui se lit comme un post-scriptum au « whatever it takes » de 2012 [13]. Une banque centrale, rappelle-t-il, ne peut pas porter seule la croissance. Les taux longs se fixent de plus en plus hors d'Europe ; la croissance est le levier qui nous reste. Depuis 2019, la productivité horaire progresse de 0,3 % par an dans la zone euro contre 1,8 % aux États-Unis, et un demi-point de croissance en plus chaque année jusqu'en 2040 ferait, selon lui, un tiers du chemin vers une dette soutenable. L'homme qui avait sauvé l'euro en trois mots explique aujourd'hui que la banque centrale ne pourra pas recommencer à la place des États.

8 Quelques pistes

D'abord la crédibilité plutôt que l'effort ponctuel : les marchés ont mal accueilli un déficit ramené de 5,4 à 5,0 % du PIB. Une trajectoire pluriannuelle votée, conforme aux règles européennes et tenue d'une année sur l'autre, pèserait plus qu'un budget de plus, et garantirait l'accès au TPI en cas de vraie panique, ce qui suffit souvent à ne pas en avoir besoin. Un accord minimal des principaux partis sur cette trajectoire, avant l'élection, serait le signal le plus fort.

Ensuite la composition de l'ajustement : avec des prélèvements obligatoires parmi les plus élevés de l'OCDE, les marges sont surtout du côté de la dépense et du travail. Enfin la croissance, que Draghi remet au centre : marché unique des services, union des marchés de capitaux pour mobiliser l'épargne européenne, diffusion de l'intelligence artificielle. Certains biens publics européens, comme la défense ou la puissance de calcul, gagneraient à être financés en commun, à condition de ne pas servir à repousser les efforts nationaux.

9 Conclusion

L'écart OAT-Bund reste un bon indicateur, mais en comparant la France à une Allemagne qui s'endette pour investir, il ne capte qu'environ la moitié de la dégradation française depuis 2022. Face au swap, la France paie une prime plus élevée qu'en 2011, plus élevée que l'Italie, et elle a connu la plus forte hausse de la zone euro depuis la dissolution. Ni la BCE ni les agences de notation ne la feront disparaître ; une trajectoire budgétaire crédible, défendue au-delà de l'élection, le peut. Notre génération, qui héritera de cette dette, a tout intérêt à ce que la campagne de 2027 en parle.

Références

[1] Reuters, via Boursorama (2026). « L'OAT touche un sommet depuis 2002 avant de refluer », 1er octobre 2026.

[2] Insee (2026). « Dette trimestrielle de Maastricht des administrations publiques, deuxième trimestre 2026 », 29 septembre 2026.

[3] La finance pour tous (2026). « Projet de loi de finances : le budget 2027 sous haute tension », 8 octobre 2026.

[4] F. Tostivint (2026). « Charge de la dette : +10,3 milliards dans le budget 2027 », JeChange, 15 octobre 2026.

[5] Agence France Trésor (2026). *Bulletin mensuel* no 435, août 2026.

[6] France Épargne (2026). « Emmanuel Moulin : la France ne doit pas compter sur la BCE », 25 septembre 2026.

[7] Rabobank (2026). « European Central Bank : conditional support and French risks », 9 octobre 2026.

[8] Toluna Harris Interactive pour M6 et RTL (2026). Intentions de vote pour l'élection présidentielle de 2027, 12 octobre 2026.

[9] MNI Markets (2026). « OAT/Bund spread narrows ahead of RN budget proposal », 6 octobre 2026.

[10] Génération Dette (2026). *Un monde monétaire post-LFI : une monnaie instable et une inflation non maîtrisée*, note d'analyse, août 2026.

[11] Banque centrale européenne (2022). « The Transmission Protection Instrument », communiqué du 21 juillet 2022.

[12] Bloomberg, via Yahoo Finance (2026). « ECB President Christine Lagarde signals no intervention in France's fiscal crisis », 14 octobre 2026.

[13] M. Draghi (2026). « The Central Bank, Growth and the European Construction », ETH Zurich, 1er octobre.