

Charge de la dette : *cinq solutions pour éviter l'emballement*



Giacomo Balla, *vitesse abstraite*, 1913

CROQUIS — Juillet 2026

Dans son rapport *France 2035, France 2050*, le HCSP met en évidence un risque clair : la dette française pourrait atteindre 186 % du PIB en 2050 et la charge d'intérêts passer de 2,2 à 5,2 % du PIB. Il montre aussi que les prochaines décennies imposeront de financer des besoins largement incontournables — défense, transition écologique, éducation, recherche, petite enfance et cohésion sociale — représentant près de 3,6 points de PIB par an à l'horizon 2050. La question n'est donc pas seulement d'assurer la soutenabilité de la dette à politiques inchangées, mais d'éviter que son coût ne compromette ces investissements. Cette note propose cinq pistes importantes pour reprendre la main sur les conditions de financement public : allonger la maturité de la dette, développer une base d'investisseurs domestiques et de détail, mettre un terme aux obligations indexées sur l'inflation, mobiliser l'échelle européenne pour créer un actif sûr en euros abaissant les coûts de financement, et défendre une doctrine monétaire prudente et différenciée.

—

Introduction

Que le service de la dette finisse par excéder les dépenses régaliennes d'un État est une inquiétude aussi ancienne que la dette publique elle-même. L'histoire des grandes puissances en offre des illustrations frappantes : l'Espagne des Habsbourg, hors d'état au XVII^e siècle de financer à la fois ses guerres impériales et le service d'une dette en défaut récurrent ; les Provinces-Unies, dont les emprunts accumulés pour résister à Louis XIV finirent par grever durablement les finances de la Hollande. La tentation est grande d'en tirer une loi : une puissance déclinerait dès l'instant où ses intérêts l'emportent sur ses armes. L'histoire commande pourtant la prudence, car dans ces épisodes le fardeau de la dette fut au moins autant le symptôme d'un déclin déjà engagé que sa cause.

Mais si la causalité prête à discussion, la charge de la dette n'a jamais été un objet purement technique : elle a de tout temps cristallisé les inquiétudes sur la soutenabilité des finances et le bon usage de l'argent public. C'est cette inquiétude qui structure aujourd'hui le débat français. Auditionné par la commission des finances du Sénat en juillet 2025, le président de la Cour des comptes Pierre Moscovici avertissait que 2026 pourrait être la première année où le service de la dette deviendrait le premier budget de la nation, devant l'Éducation nationale — situation sans précédent sous la Ve République, franchissement effectivement confirmé au printemps 2026. Ainsi le seuil d'alerte des empires s'y rejoue, transposé de la

guerre à l'école. Encore faut-il déterminer si ce seuil symbolique en signale un autre, celui d'une insoutenabilité réelle : c'est là que les projections de long terme entrent en jeu.

Dans son rapport *France 2035, France 2050*, le Haut-Commissariat à la Stratégie et au Plan (HCSP) distingue deux exercices complémentaires. Le premier prolonge les politiques déjà votées : dans ce scénario tendanciel, largement théorique, la dette atteindrait 186 % du PIB en 2050 et la charge d'intérêts passerait de 2,2 à 5,2 % du PIB. Mais l'apport décisif du rapport tient au second exercice, qui ajoute au tendanciel les grandes priorités des décennies à venir — défense, transition écologique, éducation, recherche, petite enfance, cohésion sociale — pour chiffrer ce que coûterait une France qui choisirait de préparer son avenir. Ces besoins supplémentaires représentent près de 3,6 points de PIB par an à l'horizon 2050 (127 Md€), dont environ 2 points correspondent à des engagements déjà contraignants, le reste relevant de priorités, mais qui ne sont pourtant pas acquises. L'enjeu se déplace alors : il n'est plus seulement la dette héritée du passé, mais la capacité à financer ces investissements d'avenir. Ce second scénario est le plus pertinent pour le débat public. Il décrit moins une France plus dépensière qu'une France mise face au coût de ses priorités collectives, dont une moitié environ s'impose à elle et l'autre relève de la décision publique.

Il est dès lors pertinent de s'interroger sérieusement sur les risques d'emballement. La charge de la dette résulte mécaniquement de trois variables : le stock accumulé, les taux

auxquels l’État se refinance, et le rythme de renouvellement des titres arrivant à maturité. Or, ces facteurs jouent aujourd’hui défavorablement. Après une décennie de taux exceptionnellement bas, durant laquelle une part significative de la dette française a été émise à des conditions historiquement avantageuses, la remontée des taux souverains depuis 2022 se répercute progressivement sur le coût de la dette, à mesure que les anciens titres sont refinancés aux conditions actuelles du marché. Par ailleurs, l’accumulation de crises ainsi que les baisses de taxes non financées sans croissance suffisante associée ([OFCE 2024](#)) ont mené à une hausse significative du stock de dette depuis 2017.

Toutefois, ce constat alarmiste appelle une réponse, mais aussi une mise en perspective : la trajectoire évoquée par le HCSP n’est ni mécanique ni inéluctable, et la palette d’instruments disponibles pour la prévenir va au-delà des leviers de consolidation budgétaire classiques, sur lesquels le rapport se concentre.

Dans cette note, nous revenons dans un premier temps sur les chiffres qui circulent de la charge de la dette, pour en clarifier les mesures et les interprétations. Ensuite, nous évoquons les différents mécanismes qui pourraient permettre d’éviter un emballement au-delà de la simple question de la réduction du stock de la dette publique, qui semble difficile à court terme : comme l’ont récemment montré l’économiste

Serkan Arslanalp et l’historien Barry Eichengreen¹. Si ces derniers écartent les outils classiques de « répression financière » hérités de l’après-guerre, cela n’épuise pas pour autant les marges d’action disponibles. Les choix de gestion de la dette — maturité, base d’investisseurs, indexation, échelle d’émission — n’ont rien d’une « répression » et constituent au contraire des outils contemporains que d’autres souverains mobilisent déjà.

Notre message principal est le suivant : si ces questions semblent, de prime abord, techniques, il est essentiel de prendre au sérieux la question de la gestion de la dette publique pour éviter que la situation ne dégénère. Il s’agit d’ailleurs d’un schéma historique récurrent. Pendant les phases de dette publique élevée et d’accroissement des besoins de financement, comme nous le vivons aujourd’hui, les modes de gestion de la dette publique ont été fortement remis en question pour assurer la soutenabilité de notre système de financement public (Leonard 2024).

A quel chiffre se fier ?

Plusieurs mesures circulent dans le débat public pour illustrer la charge de la dette, et des écarts apparaissent. [Comme souligné par Juliette de Pierrebourg](#), ces mesures sont liées à des différences de définitions et de paramètres dans le calcul des dépenses liées à

¹ *Living with High public debt*, 2023

la dette publique en France. A laquelle se fier ?

Il existe deux grandes approches. **Une approche maastrichtienne**, tout d'abord. Cette approche reflète les dépenses liées au remboursement des intérêts de l'ensemble des administrations publiques (État, collectivités, sécurité sociale, *etc.*) qui sont incluses dans le calcul de la dette au sens de Maastricht, qui compte par exemple pour les règles budgétaires européennes. En 2025, la charge d'intérêts de la dette publique consolidée s'élevait à 64,7 Md€, soit environ 3,8 % des dépenses totales des administrations publiques (les dépenses publiques atteignant 1 709 Md€ en 2025), ou 4,1 % des recettes publiques et 2,2 % du PIB².

Mais il existe également **une approche qui se concentre sur l'État central** ; ce chiffre, souvent repris dans le débat et avancé par la Banque de France, conclut à une charge de la dette à environ 9,5 % du budget de l'État ; ce montant, qui correspond à environ 55 Md€ en comptabilité budgétaire pour 2025, a été calculé en ne prenant en compte que les dépenses d'intérêts de l'État central, exprimées par rapport au budget général de l'État prévu par la loi de finances³.

Il serait contreproductif d'opposer ces deux chiffres, et d'en prendre un pour

seule référence, car ils reflètent deux réalités complémentaires :

- L'approche incluant toutes les administrations publiques permet de mesurer le poids des intérêts sur les dépenses de l'ensemble du secteur public. Elle est utile pour juger de la soutenabilité de la dette d'un point de vue purement économique. Il est également cohérent de s'intéresser à cette mesure car le calcul de la dette publique au sens de Maastricht intègre, lui aussi, l'ensemble des administrations publiques. Si cette première approche est moins juste d'un point de vue strictement budgétaire, elle reste la plus utilisée, de la même manière que le ratio dette/PIB ne reflète pas exactement quels revenus peuvent être affectés pour repayer la dette publique, mais simplement le poids de la dette en fonction de la richesse nationale.
- L'approche n'incluant que l'État seul est plus pertinente du point de vue de la constitution du budget. En effet, l'État ne gère directement ni la dette sociale, ni la dette des collectivités. Les dépenses d'intérêts de ces administrations ne pourraient donc être comprises comme une dépense de l'État, sur lequel il

² Insee, Comptes nationaux des administrations publiques – année 2025, notification de mars 2026 (Information rapide n° 78, 27 mars 2026). Charge d'intérêts hors frais bancaires en comptabilité nationale ; ratios détaillés dans FIPECO, fiche « La charge d'intérêts de la dette publique ».

³ Dans notre note sur les données historiques de la dette, nous avons utilisé des données de l'INSEE pour étudier la charge de la dette depuis le début des années 1970. Ces chiffres reflètent les dépenses liées aux remboursements des intérêts de l'ensemble des administrations publiques (État, collectivités, sécurité sociale...), qui sont incluses dans le calcul de la dette au sens de Maastricht. En 2024, cela représentait 3,6 % des dépenses totales des administrations publiques.

pourrait avoir un levier d'action (l'État ne peut pas utiliser l'argent des retraites pour payer sa dette par exemple). Cette approche permet donc d'éviter d'interpénétrer des budgets qui sont comptablement séparés et qui suivent des logiques politiques très différentes.

Faut-il s'inquiéter ?

Au-delà du choix méthodologique, que faut-il retenir pour évaluer la gravité réelle du problème de la dette publique française ? Quatre éléments invitent à relativiser le diagnostic alarmiste qui domine actuellement le débat public.

Tout d'abord, les deux mesures ne répondent pas à la même question : l'une éclaire l'effort budgétaire annuel, l'autre la soutenabilité de long terme. Ce n'est donc pas les opposer que de se concentrer sur la mesure maastrichtienne pour juger de la soutenabilité, qui se trouve être aussi la plus rassurante, comme le confirme la perspective historique. Or 2,2 % du PIB⁴ et 4,1 % des recettes publiques restent des niveaux historiquement modérés, et les nouvelles séries historiques que nous avons reconstituées apportent un éclairage décisif (Monnet, de Pierrebourg et Leonard, 2025). Celles-ci couvrent la dette publique française depuis 1815 et montrent que le service de la dette est aujourd'hui historiquement bas : il est resté systématiquement au-dessus de 20 %

des dépenses publiques avant la Seconde Guerre mondiale, atteignant 42 % en 1926, seule véritable approche d'une crise de la dette publique française. Le pic des années 1990, autour de 7 % des dépenses publiques, intervenait pourtant à un niveau de dette de seulement 60 % du PIB. La période actuelle se caractérise donc par une combinaison inédite : une dette élevée, certes, mais un service de la dette historiquement faible en proportions. Il est dès lors difficile d'affirmer, à la seule invocation du niveau de la dette et de son poids budgétaire, que l'endettement public français serait sur une trajectoire insoutenable. La comparaison européenne, sur ce périmètre, place par ailleurs la France dans la moyenne haute (1,9 % du PIB pour la zone euro), sans atteindre les niveaux observés hors zone euro : le Royaume-Uni y consacre environ 3,6 % de son PIB en 2025-26.

Ensuite, l'approche centrée sur le seul État central, celle qui alimente la formule du « premier budget de l'État », résulte d'un choix de cadrage qui l'isole des autres administrations publiques. Or ce périmètre est précisément celui qui concentre l'essentiel du stock de dette, tout en excluant des recettes importantes qui financent d'autres pans de l'action publique (cotisations sociales, fiscalité locale). Comparer une charge d'intérêts portée par tout le stock de dette à un budget qui n'en finance qu'une partie aboutit mécaniquement à un ratio plus élevé, sans

⁴ La charge d'intérêts française a oscillé autour de 3 % du PIB dans les années 1990 ([Fipeco](#)) sans déclencher de crise de soutenabilité.

que cela traduise une réalité économique différente. C'est un effet de dénominateur, davantage qu'un fait économique.

En troisième lieu, le débat confond trop souvent taux nominal et taux réel. En euros, la France paie effectivement des intérêts élevés. Mais, comme le rappelle l'économiste François Geerolf, à la suite de Daniel Cohen⁵, ce qui pèse réellement sur l'emprunteur n'est pas le taux nominal mais le taux réel — le taux d'intérêt diminué de l'inflation. Après l'épisode inflationniste de 2022-2023, le taux apparent de la dette française s'établissait à 2,0 % en 2025, pour une inflation de l'ordre de 1,2 % (déflateur du PIB) : le taux réel demeure donc historiquement bas, inférieur à 1 %. Sur une dette nominale, l'inflation agit en effet comme une « taxe » supportée par le prêteur, et dont l'État emprunteur est le bénéficiaire : une part du coût affiché en euros est, en réalité, érodée par la hausse des prix. Le niveau de la charge, corrigé de l'inflation, est donc bien plus faible qu'il n'y paraît⁶.

En quatrième lieu, et plus fondamentalement, aucun de ces indicateurs (charge en euros, en part du budget ou en part du PIB, même corrigée de l'inflation) **ne renseigne sur le risque d'« emballement »**. Car ce qui gouverne la

dynamique de la dette n'est pas le coût d'une année donnée, mais le différentiel entre le taux d'intérêt apparent (r) et la croissance nominale (g). Tant que g demeure proche ou supérieur à r , il n'y a pas d'effet « boule de neige » : la dette peut se stabiliser ou décroître spontanément en part de PIB, quel que soit le niveau nominal de la charge. Or, en 2025, le taux apparent français (environ 2,0 %) est proche de la croissance nominale (environ 2,0 % également)⁷ : le différentiel $r-g$ est aujourd'hui quasi neutre. C'est cette donnée, bien davantage que les pourcentages mis en avant de part et d'autre, qui devrait structurer le débat sur la soutenabilité. Cet équilibre reste toutefois récent et fragile : les projections pour 2026 pointent vers un différentiel de nouveau positif ($r > g$), ce qui rend d'autant plus décisifs les leviers de gestion examinés plus loin.

La projection du HCSP d'une dette à 186 % du PIB en 2050 repose sur un différentiel $r-g$ maintenu à +0,5, une hypothèse que le HCSP concède pouvoir s'avérer « optimiste », car un écart aussi favorable suppose une confiance intacte des investisseurs alors même que la dette augmente. C'est dire à quel point la trajectoire dépend des hypothèses macroéconomiques retenues : dans un scénario où le $r-g$ est ramené à zéro,

⁵ François Geerolf « La taxe inflationniste, le pouvoir d'achat, le taux d'épargne et le déficit public », document de travail, 9 juillet 2024

⁶ Ce bénéfice ne joue toutefois pleinement que sur le stock déjà émis et pour l'inflation non anticipée : dès qu'elle est anticipée, elle se répercute sur les taux exigés à l'émission.

Voir tresor.economie.gouv.fr/Articles/2022/07/05/finances-publiques-une-inflation-qui-rapporte

⁷ FIPECO, « Les finances publiques en 2025 » (avril 2026) : taux d'intérêt apparent de la dette $\approx$ 2,0-2,1 % en 2025, croissance nominale du PIB $\approx$ 2,0 %. Données sous-jacentes : Insee, comptes nationaux des administrations publiques 2025 (notification de mars 2026).

combiné à des gains de productivité tirés par l'IA et à un chômage structurel plus bas, la dette reviendrait à 146 % du PIB en 2050. Le même rapport aboutit ainsi à un écart de 40 points de PIB entre ce scénario favorable et son scénario central : preuve que le différentiel r-g pèse au moins autant que le stock de dette ou le solde primaire dans la dynamique de long terme.

En somme, opposer ces chiffres revient souvent à masquer la véritable question. La priorité n'est pas de se demander combien l'État dépense pour servir sa dette, mais à quelles conditions il peut continuer à le faire, et pour financer quoi. La dynamique récente n'est certes pas bonne et appelle à la vigilance, mais la situation actuelle n'est pas encore hors de contrôle, et il existe de nombreux leviers que nous pouvons actionner.

Aller au-delà des leviers traditionnels : pourquoi la gestion de la dette est un débat essentiel

S'il faut relativiser la situation actuelle, l'environnement macroéconomique dans lequel la France gèrera sa dette au cours des prochaines décennies sera profondément différent de celui des trente dernières années, et il est essentiel de s'y préparer dès maintenant. La conjonction du changement climatique, de la transition énergétique, des tensions géopolitiques et de la recomposition de l'ordre monétaire international laisse

présager une volatilité des taux d'intérêt nettement supérieure à celle que nous avons connue, et des chocs d'offre potentiellement récurrents. Autrement dit : la France n'est pas en crise de dette aujourd'hui, mais les instruments hérités d'une période d'inflation faible de mondialisation tranquille et de taux bas pourraient se révéler mal adaptés à ce nouveau régime. C'est dans ce contexte qu'il devient nécessaire de se prémunir contre la plus forte volatilité des taux à venir⁸, ainsi que de s'assurer que des taux trop élevés ne pénalisent pas les investissements d'avenir, nécessaires pour éviter des coûts futurs importants.

Sur ce terrain, le rapport du HCSP s'intéresse principalement aux leviers budgétaires traditionnels (maîtrise des dépenses, hausse des prélèvements obligatoires, réformes structurelles), mais laisse relativement de côté une autre dimension pourtant essentielle : les modalités mêmes de gestion de la dette publique. La charge d'intérêts est traitée comme une variable purement exogène, dépendant uniquement du r-g et du déficit primaire. Or la gestion de la dette elle-même — l'ensemble des choix opérés par l'État émetteur sur la maturité, la composition, la base d'investisseurs, l'indexation, ou encore l'échelle (nationale ou européenne) du financement — constitue un levier d'action à part entière, susceptible de réduire significativement la sensibilité du coût de la dette aux chocs de taux. C'est précisément cet angle d'analyse que cette note se propose de compléter, en mobilisant les leçons des

⁸ <https://www.bis.org/speeches/sp220118.htm>

doctrines historiques de gestion de la dette et des évolutions récentes des pratiques internationales.

Une analyse des systèmes de financement historiques montre bien qu'il n'existe pas une gestion unique possible de la dette publique. Les doctrines de la dette ne sont pas stables, elles ont considérablement évolué avec les nouveaux enjeux de dette et l'accroissement des besoins de financement au XX^e siècle (Leonard 2024). De manière plus contemporaine, il existe plusieurs manières hétérogènes de gérer la dette publique par les *Debt Management Offices*, entre un modèle « sur mesure », viser une base plus large d'acheteurs en offrant un produit plus standardisé et en s'adaptant à ses propres besoins avant ceux des acheteurs tels que des bons indexés sur l'inflation, et « prêt-à-porter », proposer des produits de dette standardisés.

Comment pouvons-nous reprendre la main sur notre gestion de la dette en définissant des outils plus protecteurs face aux hausses de taux ? Que pouvons-nous faire en tenant compte des spécificités du modèle de financement actuel : largement internationalisé et qui repose sur des émissions de bons du Trésor ? Dans notre rapport *La boîte à outils du financement de la transition*, nous insistons sur le développement du rôle de trésorier de l'État, c'est-à-dire effectuer des réformes d'optimisation de sa structure de financement pour mieux se protéger. Nous détaillons ici les pistes principales qui nous semblent intéressantes à explorer pour répondre à la question actuelle.

Proposition 1 : allonger significativement la maturité de la dette

Une première piste consiste à augmenter la maturité moyenne des titres de dette souveraine émis par l'État. Loin d'être une innovation, le financement par maturités très longues, voire perpétuelles, fut le mode de gestion dominant au XIX^e siècle et pendant l'entre-deux-guerres : étaler le paiement des intérêts dans le temps était perçu comme un gage de soutenabilité. Lorsque Raymond Poincaré accède à la présidence du Conseil en 1926, dans un contexte d'instabilité politique et financière, l'une de ses premières mesures d'« assainissement » consiste précisément à éradiquer la dette à court terme : le gouvernement émet des emprunts de long terme pour racheter et refinancer la dette courte, via une Caisse autonome d'amortissement créée *ad hoc*. Si cette politique ne fut pas durable, elle permit temporairement de réduire la pression financière et de restaurer la confiance dans la dette française.

L'approche n'appartient pas qu'au passé. En 2020, l'Autriche émettait avec succès des obligations à cent ans, assorties d'un coupon pourtant très bas (0,88 %), avec une demande robuste de la part d'investisseurs (fonds de pension, compagnies d'assurance) désireux de se couvrir contre le risque de taux à très long terme avec des actifs sûrs. Le Royaume-Uni a également une maturité moyenne significativement plus importante que celle de la France. À l'échelle européenne, l'Espagne avait proposé en avril 2020, dans une note adressée au Conseil européen, l'émission d'obligations perpétuelles

communes (jusqu'à 1 500 milliards d'euros) pour financer la réponse à la pandémie et, à terme, la lutte contre le changement climatique. Cette proposition était saluée par George Soros mais n'a finalement pas été retenue dans l'architecture de *Next Generation EU*, plus prudente avec ses maturités de 3 à 30 ans. Le précédent montre néanmoins qu'à l'échelle européenne comme nationale, des instruments de très longue maturité sont techniquement envisageables, et que la principale limite est politique plutôt qu'économique.

Allonger la maturité présenterait plusieurs avantages dans le contexte actuel. Cela permettrait, d'abord, de se protéger contre la plus grande volatilité des taux attendue dans les prochaines décennies. Cela réduirait, ensuite, les risques liés au refinancement, en limitant la fraction du stock de dette qui doit être renouvelée chaque année aux conditions de marché. Cela permettrait, enfin, d'aligner les maturités du financement sur l'horizon des dépenses à financer : la transition écologique est par nature un défi de long terme, qui appelle des investissements pluri-décennaux et un financement stable dans la durée. Concrètement, l'Agence France Trésor pourrait fixer une trajectoire explicite d'allongement de la maturité moyenne de la dette, aujourd'hui d'environ huit ans, vers les niveaux observés au Royaume-Uni (quinze ans), en tirant parti des fenêtres de taux favorables pour émettre davantage de titres à 30, 50 voire 100 ans.

Proposition 2 : développer la distribution de la dette aux investisseurs

de détail et réduire la part de détention étrangère

Une seconde piste consiste à élargir la base de détention de la dette publique vers les particuliers (ménages et investisseurs individuels) afin de réduire la dépendance à l'égard des marchés internationaux. La situation française est à cet égard singulière : la dette française est aujourd'hui détenue à 55 % par des non-résidents, soit le taux le plus élevé des pays du G7, contre 30 % en moyenne pour ces mêmes pays en 2024 et seulement 10 % au Japon. Cette part de détention extérieure résulte d'évolutions doctrinales et institutionnelles délibérées depuis les années 1980, et se situe aujourd'hui à un niveau historiquement élevé (la moyenne historique depuis le début du XX^e siècle s'établissant autour de 26 %).

La littérature économique converge sur un point central : si la présence d'investisseurs étrangers est généralement associée à des rendements souverains plus faibles, elle accroît également la volatilité et le risque de *sudden stops* en cas de crise, risque encore amplifié par les tensions géopolitiques croissantes : comme le suggère la « *Mars hypothesis* » d'Eichengreen, Mehl et Chitu (2017), la composition des détenteurs de dette souveraine reflète aussi des logiques d'alignement stratégique, susceptibles d'être brutalement remises en cause en cas de fragmentation. Enfin, le Japon, noté A par les trois principales agences et empruntant à 1,5 % à dix ans malgré un ratio d'endettement supérieur à 200 % du PIB, illustre le poids stabilisateur que peut jouer une base d'investisseurs nationaux : Moody's et Fitch

citent explicitement cette caractéristique pour justifier leur notation favorable.

Dans ce contexte, attirer davantage d'investisseurs domestiques et de détail présenterait plusieurs avantages. L'épargne des ménages français reste à un niveau historiquement élevé : le taux d'épargne s'est établi à 18,3 % du revenu disponible brut en moyenne annuelle 2025 selon l'Insee, un niveau jamais atteint depuis 1979 hors période Covid. Les investisseurs particuliers, comme le souligne l'OCDE (2025), tendent à conserver leurs titres jusqu'à échéance, présentent un biais national marqué et peuvent même jouer un rôle contracyclique en période de crise⁹.

Plusieurs précédents internationaux existent : la Belgique a émis en 2023 un billet à ordre d'un an assorti d'un coupon de 3,30 %, attirant une souscription record de 22 milliards d'euros ; le Royaume-Uni constate qu'il est désormais moins coûteux de lever des fonds via le *National Savings and Investments* que par la vente de *gilts*. Historiquement, la mobilisation d'investisseurs de détail s'est révélée un puissant levier face aux défis nationaux majeurs¹⁰. La France pourrait s'inspirer de ces précédents en lançant un produit de dette de détail dédié au financement des grandes

transformations (transition écologique, défense, infrastructures), associant des avantages fiscaux ciblés à une narration politique mobilisatrice¹¹. Pour éviter que cette logique ne nourrisse des tensions nationalistes, elle gagnerait à être pensée à l'échelle européenne, par exemple à travers un produit d'épargne adossé à des EU bonds.

Proposition 3 : arrêter de s'endetter avec des obligations indexées sur l'inflation

Une troisième piste consiste à réduire la part des titres de dette indexés sur l'inflation. Les *Inflation-Linked Bonds* (ILBs) sont des obligations dont les intérêts versés sont ajustés en fonction de l'inflation constatée. Leur objectif est de protéger les investisseurs contre la perte de pouvoir d'achat liée à la hausse des prix : en contrepartie, le risque inflationniste est intégralement assumé par l'État émetteur. En France, ces obligations ont été introduites en 1998 par Dominique Strauss-Kahn, sous deux formes : les OATi, indexées sur l'inflation française, et les OAT€i, indexées sur l'inflation harmonisée de la zone euro. En mars 2026, elles représentaient encore 10,7 % de la dette négociable de l'État (FIPECO 2026), soit environ 280 milliards d'euros, dont près des trois quarts indexés sur l'inflation

⁹ Comme cela a été observé en Espagne et aux États-Unis entre 2008 et 2012

¹⁰ Les efforts de Jay Cooke pour vendre des titres du Trésor aux particuliers ont aidé Lincoln à financer la guerre civile américaine, et plus récemment, l'Ukraine a vu sa dette de détail tripler — de 622 millions de dollars en février 2022 à 1,7 milliard en octobre 2024 — grâce à ses *wartime bonds*

¹¹ On objectera le risque de répression financière — détourner l'épargne des Français de l'investissement productif. L'argument doit être relativisé : une part importante de cette épargne finance déjà de la dette souveraine, mais étrangère (américaine notamment) ; la réorienter vers la dette domestique relocalise un flux existant plutôt qu'elle n'évince l'investissement.

européenne. Cette proportion reste très supérieure à celle observée chez nos voisins : autour de 1 % en Allemagne, qui a d'ailleurs annoncé mettre fin à toute émission de titres indexés sur l'inflation.

Ce choix éclaire d'un jour nouveau un point établi plus haut : là où l'inflation érode la dette nominale au bénéfice de l'État, qui peut en jouer de façon opportuniste, les titres indexés le privent de ce coussin et lui transfèrent l'intégralité du risque inflationniste. Le coût de ce choix de gestion s'est révélé considérable durant l'épisode inflationniste récent. Les charges d'indexation ont bondi de plus de 12 milliards d'euros en une seule année (2021-2022). Selon FIPECO, chaque hausse d'un point d'inflation simultanée en France et en zone euro alourdit la charge d'intérêts de l'État de 3 milliards d'euros (et de 6 milliards pour deux points).

Dans un contexte où le changement climatique et la transition écologique sont susceptibles d'accroître durablement la volatilité des prix, maintenir une part aussi importante de dette indexée expose les finances publiques à un risque d'emballement asymétrique : l'État supporte intégralement les chocs inflationnistes, sans bénéfice symétrique en cas de désinflation. Une fenêtre de désinflation devrait être saisie pour amorcer une réduction graduelle de la part des OAT indexées dans les émissions nouvelles, en privilégiant les titres à taux fixe

et de longue maturité, sans tarir abruptement ce marché afin de préserver sa liquidité.

Proposition 4 : se reposer sur l'échelle supranationale pour financer les grandes transformations et construire un actif sûr européen

Une quatrième piste pour limiter, et même réduire la charge de la dette, consiste à mobiliser l'échelle européenne pour financer les grandes transformations, et construire en parallèle un actif sûr libellé en euro, susceptible de concurrencer la dette américaine sur les marchés internationaux. La question des eurobonds n'est pas nouvelle, mais elle connaît depuis 2024-2025 un regain d'actualité décisif, dans le sillage du rapport Draghi, des besoins de financement de l'effort de défense européen, et de l'érosion progressive du statut d'actif sûr de la dette américaine.

Le débat s'organise autour de deux questions : faut-il créer un actif sûr européen de grande taille, et par quelle voie ? Deux propositions convergent sur la cible, un marché d'environ 5 000 milliards d'euros, soit l'équivalent de 25 % du PIB de l'Union, mais divergent sur la méthode. L'approche par le stock, [portée par Olivier Blanchard et Ángel Ubide](#)¹², propose d'échanger d'emblée jusqu'à 25 % du PIB de chaque État membre contre des *blue bonds* (dette européenne) communs et seniors, adossés non à une garantie solidaire mais à des recettes nationales affectées (TVA) : l'objectif est de créer en une seule opération un marché d'actifs sûrs assez profond et

¹² PIIE, mai 2025, actualisée en 2026

liquide pour offrir une alternative aux *Treasuries*. L'approche par les flux, défendue par le gouvernement espagnol et son ministre de l'Économie Carlos Cuerpo¹³, vise la même cible mais progressivement : la Commission émettrait chaque année l'équivalent d'un tiers des tombées de dette des États, plus les déficits autorisés par les règles européennes, ce qui aboutirait à un stock d'environ 5 000 milliards en cinq ans ; Madrid chiffre l'économie de financement à quelque 25 milliards d'euros par an. Une troisième position, plus prudente et incarnée notamment par Isabel Schnabel (BCE), juge les eurobonds pleinement justifiés pour financer des biens publics européens identifiés (défense, infrastructures, réseaux), mais considère qu'ils devraient consacrer une intégration politique déjà acquise plutôt que la précéder.

Au-delà de ces différences de méthode et de séquence, un large consensus se dégage : mutualiser une fraction significative du financement public à l'échelle européenne réduirait les coûts d'emprunt.

Plusieurs effets pourraient jouer favorablement sur les conditions de financement français. D'une part, la création d'un actif sûr européen profond et liquide réduirait la prime de liquidité que paient

aujourd'hui les souverains de la zone euro par rapport aux *Treasuries* américaines : selon les estimations de la BCE (Lane, avril 2026), un marché de *blue bonds* de l'ordre de 25 % du PIB représenterait un volume suffisant pour réduire sensiblement cette prime de liquidité, ce qui se traduirait mécaniquement par des taux plus bas pour l'ensemble des émetteurs participants. Cette prime ne profite pas à un actif tiers qui concurrencerait la dette française : elle s'attache aux *blue bonds* eux-mêmes, dont la France serait co-émettrice.

D'autre part, la dette française étant aujourd'hui détenue à 55 % par des non-résidents et son spread vis-à-vis du *Bund* s'étant nettement écarté depuis 2024, la France figure parmi les principaux bénéficiaires potentiels d'un dispositif qui *bluerait* une fraction importante de sa dette, c'est-à-dire qui convertirait une part de ses émissions nationales en titres communs de rang senior ; c'est directement sur cette tranche mutualisée que se matérialisent les taux plus bas. Plusieurs travaux récents (Hildebrand, Rey & Schularick 2025, Elcano 2026) estiment que les économies de coût de financement pour les souverains les plus exposés au risque de fragmentation pourraient atteindre plusieurs dizaines de points de base sur la tranche mutualisée¹⁴.

¹³ PIIE, avril 2026

¹⁴ Selon les estimations de Rey et Subran (CAE 2026), les OAT françaises se négocient aujourd'hui avec une décote de sécurité comprise entre 20 et 45 points de base par rapport à la référence des Bunds allemands (+30 bps de convenience yield). Une émission supplémentaire de 500 milliards d'euros d'obligations européennes accroîtrait leur convenience yield de 15 à 20 points de base par renforcement de la prime de liquidité. Le différentiel total qu'un dispositif de blue bonds pourrait offrir à la France sur la tranche mutualisée se chiffrerait ainsi en dizaines de points de base, gain non négligeable rapporté à un stock de dette de plus de 3 200 milliards d'euros.

Enfin, l'option supranationale offre une voie pour financer les grandes transformations sans alourdir le ratio dette/PIB national : c'est par exemple la logique des Eurobonds défense évoqués par le rapport Hildebrand-Rey-Schularick (CEPR, novembre 2025), ou des green eurobonds dédiés à la transition écologique.

Proposition 5 : définir une doctrine raisonnable et différenciée de hausse des taux de la BCE

Toutes les propositions précédentes visent à réduire la sensibilité du coût de la dette aux fluctuations des taux. Mais aucune ne peut neutraliser le facteur déterminant : la trajectoire des taux directeurs fixée par la BCE. L'épisode récent l'illustre. Après le choc d'Hormuz de février 2026, la fermeture du détroit à la suite des frappes américano-israéliennes sur l'Iran, l'inflation de la zone euro est repartie à la hausse (3,2 % en mai 2026, tirée par l'énergie), conduisant la BCE à relever ses taux le 11 juin 2026, de 2 à 2,25 %, première hausse depuis septembre 2023. Comme nous l'avons défendu dans une étude pour le Dialogue monétaire du Parlement européen (Leonard, Braun, van 't Klooster et Monnet, 2026), cette hausse est défendable au regard de la remontée des anticipations d'inflation et d'une inflation des services durablement supérieure à 3 %. Ce qui pose problème n'est pas la décision de resserrer, mais sa forme indifférenciée.

Le raisonnement est le suivant. Les chocs énergétiques sont des chocs d'offre : ils

contractent l'activité tout en poussant les prix à la hausse. Face à un tel choc, le resserrement monétaire conventionnel (uniforme, calibré sur la demande agrégée) ne résout que partiellement le problème inflationniste tout en aggravant la contraction. Plusieurs mécanismes justifient cette prudence : plus de 50 % de la volatilité des prix dans la zone euro est expliquée par des facteurs globaux échappant à l'influence de la BCE (Camous, Monnet & Puy 2021)¹⁵ ; la relation entre anticipations d'inflation et comportements de prix des entreprises est aujourd'hui empiriquement contestée (Rudd 2021) ; et les travaux sur la *sellers' inflation* (Weber et al. 2025) montrent qu'une part substantielle de l'inflation observée en 2022-2023 reflétait non une transmission des coûts, mais une coordination implicite des entreprises disposant d'un pouvoir de marché pour élargir leurs marges, phénomène qu'un resserrement monétaire ne peut traiter directement.

Le coût budgétaire d'un resserrement excessif est, pour la France, particulièrement élevé. À chaque tour de vis, la charge de la dette s'alourdit *via* le canal de refinancement décrit plus haut, d'autant plus rapidement que la maturité moyenne est courte et la part indexée importante. Autrement dit, la première variable budgétaire de la France est aujourd'hui la fonction de réaction de la BCE. Cela invite à porter, dans le cadre du Dialogue monétaire du Parlement européen, un message clair : face à un choc d'offre, la

¹⁵ Depuis 2010, plus de 50 % de la volatilité des prix s'explique par des facteurs globaux, contre 25 % pour le PIB.

BCE doit éviter le « *forceful action in the initial tightening phase* » que continue de promouvoir sa stratégie 2025, et privilégier une réponse mesurée, attentive aux délais de transmission et aux effets de second tour réellement observés.

La prudence ne doit pas se confondre avec l'inaction. Le choix pertinent n'est pas entre resserrer et ne pas resserrer, mais entre un resserrement indifférencié et un resserrement différencié. L'efficacité du cycle 2022-2023 a d'ailleurs tenu davantage au signal de détermination qu'à la compression de la demande (De Grauwe & Ji 2026) : la BCE peut envoyer ce signal par son taux directeur tout en déployant des Green TLTROs, qui offriraient un financement à taux préférentiel aux investissements de la transition (Monnet et van 't Klooster 2023).

Cette différenciation présenterait pour la France un double bénéfice budgétaire : elle limiterait la pression à la hausse sur les taux directeurs (et donc sur le coût de refinancement de la dette publique), tout en préservant les investissements de long terme dont le report alourdirait considérablement les coûts budgétaires futurs. La Banque populaire de Chine pratique déjà une telle différenciation depuis 2021 *via* sa *Carbon Emission Reduction Facility*, qui finance les investissements alignés sur la décarbonation à 1,75 %. La Bundesbank, dans les années 1970, exemptait déjà les crédits à l'exportation et les investissements d'efficacité énergétique de ses cycles de resserrement (Monnet 2023). La fenêtre institutionnelle est aujourd'hui ouverte : la BCE s'est engagée, dans le cadre de la revue de

son cadre opérationnel de 2026, à examiner les considérations climatiques dans la conception de ses nouvelles opérations structurelles. Il revient au Parlement européen de s'assurer que les *Green TLTROs* figurent explicitement à l'agenda de cette revue. Pour la France, l'enjeu n'est pas seulement écologique : c'est aussi, très directement, une variable de soutenabilité de sa dette publique.

Conclusion : faire de la gestion de la dette un objet de débat démocratique

La charge de la dette française n'est pas, à l'heure où nous écrivons, le signal d'une crise de soutenabilité. Les séries historiques montrent que la France a connu des niveaux de service de la dette bien plus élevés sans rupture, le taux réel reste proche de zéro, et le différentiel $r-g$ est aujourd'hui neutre. Pour autant, la trajectoire projetée par le HCSP à horizon 2050 — une charge d'intérêts doublée à 5,2 % du PIB et une dette atteignant 186 % du PIB — rappelle qu'une inaction prolongée, dans un environnement de plus forte volatilité des taux, pourrait fragiliser significativement nos finances publiques.

Cette note a défendu une thèse simple : la réponse à cette incertitude ne se limite pas aux trois leviers traditionnels de la consolidation budgétaire (dépenses, recettes, réformes structurelles) sur lesquels se concentre le débat public. La gestion de la dette elle-même (maturité, base d'investisseurs, indexation, échelle européenne, doctrine monétaire) constitue un levier d'action à part entière. Les cinq

propositions présentées ici partagent une logique commune : réduire la sensibilité du coût de la dette française aux chocs de taux et de prix qui s'annoncent.

Pour que ces choix ne demeurent pas l'apanage d'une administration spécialisée, il est nécessaire qu'ils accèdent à la sphère politique. Deux pistes institutionnelles méritent d'être avancées.

- **D'une part, dans la lignée de la recommandation du HCSP de faire du Plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) un véritable document politique débattu et voté par le Parlement, la stratégie de gestion de la dette devrait y figurer explicitement :** cible de maturité moyenne, trajectoire de réduction de la dette indexée, mobilisation de

l'épargne domestique, articulation avec les émissions européennes.

- **D'autre part, le mandat et la doctrine de l'Agence France Trésor (AFT), aujourd'hui essentiellement techniques, gagneraient à faire l'objet d'un débat parlementaire régulier, à l'image de ce qui existe dans d'autres démocraties européennes.** La gestion de la dette n'est pas qu'une affaire de techniciens, mais de choix de résilience vis-à-vis des chocs à venir, et conditionne notre capacité à financer simultanément la transition écologique, sa défense et son modèle social, l'un des principaux déterminants de notre marge de manœuvre collective.

LES AUTEURS



Clara Leonard est co-fondatrice et directrice générale de l'Institut Avant-garde. Docteure en économie après une thèse sur l'histoire des doctrines de la dette publique française entre 1918 et 1960 sous la direction d'Annie Cot et d'Éric Monnet, elle est également diplômée d'HEC Paris, de la Sorbonne et de la London School of Economics. Elle a travaillé à la Direction Générale du Trésor sur les questions européennes.

À PROPOS



L'Institut Avant-garde est un think tank non partisan qui développe des analyses et des propositions concrètes pour les décideurs, les universitaires, et toutes les générations de penseurs et de citoyens.

Quatre principes nous guident :

Édifier une vision systémique

Les débats portent souvent sur des réformes particulières ; il nous semble important de les décroiser et de développer une vision d'ensemble cohérente, indispensable, entre autres, à la planification écologique. Notre principe est que le maintien à tout prix de l'organisation existante des institutions, et l'application systématique de logiques de marché ne sont pas des fins en soi. Les structures économiques doivent être pensées pour évoluer en fonction des enjeux, et répondre à des objectifs démocratiquement discutés.

Apporter une expertise académique forte

Une vision large ne doit omettre les détails ni se passer de technicité. Un décalage existe trop souvent entre l'évolution de la recherche, les doctrines économiques en vigueur et la fabrique des politiques publiques. Nous traduisons l'état de l'art académique en propositions de politiques publiques crédibles aux yeux des décideurs.

Tisser des liens entre les disciplines

Nous invoquons les dernières recherches en macroéconomie, mais nous ne voulons pas nous en tenir à une approche strictement économique. L'histoire économique, la science politique, la géopolitique, les sciences du climat, la sociologie, l'anthropologie, ou encore la philosophie enrichissent et élargissent notre vision.

S'appuyer sur un réseau de think tanks européens

Aujourd'hui, les think tanks se nichent essentiellement à l'échelle nationale ou bruxelloise ; le European Macro Policy Network, dont nous faisons partie, enrichit ce paysage d'un troisième niveau continental. Une idée anime cette initiative lancée par l'institut allemand Deutscher Zukunfts : si les désaccords entre nos gouvernements sont nombreux, il existe un courant intellectuel uni en faveur du changement.

À PROPOS

À LIRE
AUSSI

La nécessité d'une politique monétaire différenciée

Explosion de la dette, quels sont les filets de sécurité européens ?

Protéger l'État : faut-il internationaliser la dette ?

institutavantgarde.fr

45, rue de Sèvres, Paris VI^e