



CONVICTIONS

Par Francis JAISSON, Président de Covéa Finance

Octobre 2026

LA DETTE FACE AU SIÈCLE DES DÉPENDANCES

CO
vea Finance

L Le troisième trimestre 2026 marque un tournant dans les séries financières : avec une OAT à dix ans frôlant les 5 % et une dette publique dépassant 119 % du PIB, la contrainte budgétaire s'impose avec une brutalité nouvelle.

Pourtant, l'heure n'est pas à l'arbitrage aveugle. Alors que les transitions numérique, écologique et la remontée des périls géopolitiques exigent des investissements massifs, la question n'est plus seulement de savoir combien la France doit, mais ce que sa dette lui permet encore de décider.

Francis Jaisson

Président de Covéa Finance



***La dette n'est ni une richesse
ni une faute en soi : elle étale
dans le temps le coût des choix collectifs.***



LA DETTE FACE AU SIÈCLE DES DÉPENDANCES

*Transitions numérique et écologique, souverainetés :
que peut encore financer un État débiteur dans un monde sans arbitre ?*

Pendant quinze ans, on a discuté la dette française comme une affaire de morale comptable : faute héritée pour les uns, facilité commode pour les autres. Cette querelle supposait un monde d'argent abondant, d'énergie disponible et de règles commerciales à peu près garanties. Ce monde s'est retiré comme nous le dépeignons dans nos Perspectives Économiques et Financières depuis plusieurs années. Transition écologique et transformation numérique réclament par ailleurs des investissements massifs au moment précis où le coût du capital remonte, où la souveraineté cesse d'être un mot pour devenir une contrainte, où la coopération internationale s'effrite. **Combien la France doit-elle ? La question demeure, mais elle ne suffit plus. Il faut aussi se demander ce que sa dette lui permet encore de décider.**

Depuis le 1er janvier, la dette publique au sens de Maastricht

s'est alourdie de 135,4 milliards d'euros. Le gouvernement attend un déficit de 5,4 % du PIB cette année, après 5,1 % en 2025. Pour 2027, l'Agence France Trésor (AFT) programme 340 milliards d'euros d'émissions à moyen et long terme, nettes des rachats, contre 310 milliards en 2026. Quant à la charge budgétaire de la dette, réévaluée à 62,6 milliards pour l'année en cours alors que la loi de finances initiale en prévoyait 59,3, elle atteindrait 72,9 milliards l'an prochain. Plus de dix milliards de surcroît en douze mois, qui manqueront d'autant aux autres missions de l'État.

Le déclencheur est d'abord venu de l'extérieur. La guerre au Moyen-Orient et les menaces sur la navigation dans le détroit d'Ormuz ont fait flamber le pétrole, et l'inflation de la zone euro est repassée au-dessus de 3 %. La BCE a relevé ses taux le 11 juin, puis de nouveau le 10 septembre, portant son taux de dépôt à 2,50 % à compter du 16 septembre.

Une banque centrale ne produit pas de pétrole et ne rouvre aucun détroit. Elle peut en revanche empêcher que le choc ne s'installe dans les salaires et les prix domestiques, au prix d'un loyer de l'argent plus élevé pour tous les emprunteurs, État compris. L'explication extérieure ne suffit pourtant pas. À la mi-septembre, l'écart de rendement entre l'OAT et le Bund allemand frôlait un point de pourcentage. Le marché ne facture pas seulement le pétrole. Il facture aussi la France. Rien de tout cela ne frappe le stock d'un seul coup. **La durée de vie moyenne de la dette négociable de l'État avoisine huit ans et demi, et les anciennes obligations, dont beaucoup furent émises à des taux quasi nuls, ne sont remplacées que peu à peu.**



Différer un investissement utile n'a rien d'une économie lorsqu'il s'agit de prolonger une dépendance et de s'exposer, désarmé, au prochain choc de prix.



Ce délai amortit le choc ; il le prolonge aussi. Selon l'AFT, une hausse durable d'un point sur l'ensemble de la courbe alourdirait la charge de 3,2 milliards la première année, de 23,5 milliards au bout de cinq ans et de 33,5 milliards au bout de neuf. La mission confiée cet été à des économistes indépendants va plus loin : à politique inchangée, la charge d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques passerait de 78 milliards en 2026 à près de 125 milliards en 2030. **La soutenabilité, elle, se joue sur trois variables : la croissance nominale, le coût moyen de la dette et le solde primaire, c'est-à-dire le solde budgétaire avant paiement des intérêts.**

Voilà le ciseau qui encadre désormais toute politique budgétaire française. Le choc qui rend certains investissements plus nécessaires (énergie chère, approvisionnements incertains) en renchérit aussi le financement. L'argent à taux réels nuls ne reviendra pas sur commande. Mais différer un investissement utile n'a rien d'une économie lorsqu'il s'agit de prolonger une dépendance et de s'exposer, désarmé, au prochain choc de prix.

Le rapport Draghi estimait en 2024 que l'Union devait investir chaque année 750 à 800 milliards d'euros supplémentaires pour combler son retard technologique, décarboner son économie et renforcer sa sécurité. En France, l'effort porte sur les réseaux électriques, le renouvellement du parc nucléaire, la rénovation des bâtiments, l'électrification des transports ; il porte aussi,

de plus en plus, sur les capacités de calcul, les centres de données et les compétences. L'Europe ne manque ni d'acteurs ni de savoir-faire numériques. Elle dépend pourtant de fournisseurs extra-européens pour plusieurs infrastructures et services essentiels, du cloud aux grands modèles d'intelligence artificielle.

L'opposition rituelle entre fonctionnement et investissement éclaire mal ces dépenses. Une autre distinction se révèle plus féconde : celle qui sépare un flux payé chaque année d'une capacité qui dure. Le pays qui importe ses hydrocarbures reste exposé au prix et à la disponibilité de chaque livraison, quand des réseaux adaptés et une production électrique décarbonée réduisent cette exposition pour des décennies. Le numérique obéit à une logique voisine. Recourir à des fournisseurs étrangers n'est pas une faute. **Le risque naît de la dépendance concentrée, qui laisse à d'autres la maîtrise des prix, des conditions d'accès et d'une partie des données. L'emprunt peut alors financer une capacité qui réduit une vulnérabilité.**

Encore faut-il que cette capacité voie le jour. Le pari ne tient que si l'actif est livré à un coût maîtrisé et dans des délais acceptables, puis exploité et entretenu comme prévu. Car un investissement stratégique mal écuté cumule la dépense et le maintien de la dépendance qu'il devait réduire.

Si l'exercice est plus pressant qu'il y a dix ans, c'est aussi que

le décor international a changé.

L'ordre multilatéral reposait sur une promesse : les marchés resteraient ouverts, les biens circuleraient, et une coordination demeurerait possible en cas de crise, comme lors du G20 de Londres en 2009 ou des réponses monétaires de 2020. Cette assurance s'est affaiblie. Droits de douane américains, restrictions chinoises sur les terres rares et les métaux critiques, tensions sur les grandes voies maritimes : l'interdépendance est devenue conflictuelle et les États qui contrôlent les nœuds essentiels des réseaux mondiaux peuvent convertir ces positions en instruments de pression.



La souveraineté ne consiste pas à tout produire chez soi, mais à trier entre les dépendances que l'on accepte, celles que l'on partage et celles qui nous livreraient à des décisions prises

sans nous. ➤

Dans un tel monde, la souveraineté ne consiste pas à tout produire chez soi. Pour une puissance moyenne, l'ambition serait ruineuse autant qu'illusoire. Il s'agit plutôt de trier entre les dépendances que l'on accepte, celles que l'on partage avec ses alliés et celles qui livreraient le pays à des décisions prises sans lui. Trier, et non clore.

La dette crée elle-même une interdépendance. À la fin de 2025, 56 % des titres négociables de l'État étaient détenus par des non-résidents. Rien d'anormal à cela : la proportion témoigne de la profondeur et de l'ouverture du marché de l'OAT. Mais cette confiance se renouvelle à chaque adjudication. Que le risque perçu augmente, et les créanciers exigeront un rendement plus élevé, ou placeront leur épargne ailleurs. L'Eurosystème, qui ne réinvestit plus les titres arrivant à échéance, laisse en outre au marché une part croissante de l'encours à absorber. Un État qui veut réduire ses dépendances stratégiques tout en accroissant son besoin de financement doit donc tenir les deux bouts à la fois. Remplacer une dépendance par une autre a toujours un coût.

Le débat français oscille entre deux réflexes. Le premier consiste à couper partout, quitte à sacrifier les dépenses qui préparent la croissance et la sécurité futures. Le second qualifie de stratégique à peu près toute dépense nouvelle. Or l'investissement public français dépasse déjà 4 % du PIB, au-dessus de la moyenne européenne.

Le déficit persistant ne s'explique pas par un sous-investissement général ; il tient au déséquilibre durable entre recettes et dépenses, courantes au premier chef. Reste à savoir quelles dépenses produisent des capacités utiles, et lesquelles entretiennent un écart que l'emprunt ne pourra pas combler indéfiniment. L'ordre de grandeur interdit les illusions : le Haut-Commissariat à la stratégie et au plan évalue à 4,4 points de PIB le redressement nécessaire d'ici 2031, et à 6,4 points, soit près de 200 milliards d'euros, une fois ajoutés les engagements de défense et de transition climatique.

D'où l'intérêt de distinguer deux usages de l'emprunt. La dette de capacité finance un actif ou une compétence identifiable : un calendrier, un service attendu, une vulnérabilité réduite. La dette de "confort" couvre des dépenses récurrentes dépourvues de financement pérenne. Elle peut se justifier pour un temps, lors d'une récession ou d'une crise. Devenue structurelle, elle ampute les moyens qui financeraient les capacités de demain.

Exclure l'investissement du calcul du déficit, selon la vieille « règle d'or », paraît séduisant. Ce serait pourtant ouvrir une frontière comptable impossible à garder, chaque dépense pouvant être requalifiée en investissement. Mieux vaut définir un périmètre resserré de projets stratégiques, voté et suivi à part, assorti d'objectifs mesurables et d'une évaluation indépendante après réalisation : coût complet, délai, service rendu, dépendance

effectivement réduite. **La valeur d'un projet peut excéder sa rentabilité financière directe, notamment lorsqu'il renforce la résilience du pays. Cette valeur stratégique, il faut toutefois la démontrer projet par projet.**

Dans un monde moins coopératif, l'Union demeure un espace où la mise en commun peut produire une valeur tangible. Certains biens (interconnexions électriques, capacités de calcul, défense aérienne, stocks de matières critiques) dépassent l'échelle nationale. Les financer ensemble peut se révéler plus efficace que vingt-sept programmes séparés, à condition que les projets et leurs retombées soient réellement partagés. NextGenerationEU a constitué un précédent majeur ; l'instrument SAFE, adopté en mai 2025, ouvre jusqu'à 150 milliards d'euros de prêts européens pour l'investissement de défense. **La dette commune ne rend pas le financement gratuit pour autant, et elle ne dispense d'aucune discipline nationale.**

La difficulté demeure entière. Le remboursement de NextGenerationEU commence en 2028, l'année même où doit entrer en vigueur le prochain cadre financier pluriannuel, dont la négociation s'annonce âpre. La France plaide pour l'emprunt commun alors que sa propre trajectoire affaiblit l'argument. Berlin, qui a assoupli en 2025 son frein à

l'endettement pour financer la défense et les infrastructures, n'évolue plus dans la même catégorie : son projet de budget inscrit près de 110 milliards d'euros pour le ministère fédéral de la Défense dès 2027, quand la loi de programmation militaire française, même actualisée, vise 76,3 milliards en 2030. Demander à ses partenaires de mutualiser un risque sans avoir démontré la maîtrise de ses propres comptes reste un exercice ingrat. La crédibilité budgétaire n'est pas l'adversaire de l'ambition européenne de la France. Elle en est la condition.

« **La crédibilité
budgétaire
n'est pas
l'adversaire
de l'ambition
européenne
de la France.
Elle en est la
condition.** »

À la veille de la Révolution française, le service de la dette absorbait près de la moitié des dépenses de la monarchie. Si la comparaison a ses limites, **elle rappelle néanmoins qu'une dette dont l'usage et le remboursement ne font plus l'objet d'un accord politique finit par imposer ses propres arbitrages.**

La dette n'est ni une richesse ni une faute en soi. Elle étale dans le temps le coût des choix collectifs.

Dans un siècle de dépendances, elle peut financer des capacités qui élargissent la liberté d'action du pays ; employée à couvrir des dépenses sans lendemain, elle rétrécit au contraire celle des gouvernements qui suivront.

La différence tient à la qualité des projets, à la rigueur de leur exécution et à la crédibilité de la trajectoire. Le reste relève de la comptabilité.



Dans un siècle de dépendances, la dette peut financer des capacités qui élargissent notre liberté d'action ; employée à couvrir des dépenses sans lendemain, elle rétrécit celle des gouvernements qui suivront.





**SOCIÉTÉ DE GESTION
DE PORTEFEUILLE
DU GROUPE COVÉA**

8-12, rue Boissy d'Anglas
75008 PARIS

Agréée par l'Autorité des marchés financiers

www.covea-finance.fr
www.covea-finance.com

Covéa Finance

Mentions légales

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers. Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties. Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance. Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers. Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits. Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.