

LES PAPIERS DE LA LIGNE FINE N°13



Dette souveraine : financer la puissance sans perdre sa liberté d'action

Série : Fondements Stratégiques

Auteurs : Alek UMONT
Date de publication : 1^{er} octobre 2026

Résumé exécutif

La dette souveraine occupe une position paradoxale dans l'analyse de la puissance. Elle est fréquemment présentée comme un indicateur de fragilité : plus un État est endetté, plus sa marge de manœuvre serait réduite et plus sa souveraineté serait exposée aux exigences de ses créanciers. Cette lecture repose sur une réalité incontestable, celle de l'obligation de financer durablement les déficits et d'assurer le service d'un stock de dette accumulé. Elle devient cependant insuffisante dès lors que l'on compare les situations nationales. Des États supportent pendant plusieurs décennies des niveaux d'endettement très élevés tout en conservant un accès profond aux marchés, tandis que d'autres peuvent connaître une crise de financement avec un ratio de dette publique beaucoup plus faible. La différence tient moins à un seuil universel d'endettement qu'aux conditions dans lesquelles cette dette est émise, détenue, refinancée et intégrée au système monétaire et financier.

Cette distinction devient particulièrement importante au milieu des années 2020. La dette publique mondiale a atteint près de 94 % du PIB mondial en 2025 et le Fonds monétaire international estime qu'elle pourrait atteindre 100 % en 2029. Cette progression intervient alors que les États doivent simultanément absorber le vieillissement démographique, financer la transition énergétique et climatique, soutenir des politiques industrielles, investir dans les infrastructures et les technologies critiques et, dans de nombreux pays, accroître rapidement les dépenses militaires. Dans le même temps, la période durant laquelle des taux exceptionnellement faibles permettaient d'augmenter l'endettement sans augmentation proportionnelle de la charge d'intérêt s'est achevée. Les dépenses mondiales d'intérêts sont passées d'environ 2 % à près de 3 % du PIB en quatre ans selon le FMI¹.

La question stratégique ne peut donc pas être réduite à l'alternative entre endettement et désendettement. La dette constitue d'abord un instrument permettant à l'État de mobiliser immédiatement des ressources futures. Elle peut financer une guerre, amortir une crise, construire une infrastructure, soutenir une industrie, développer une capacité énergétique ou technologique et éviter qu'un choc temporaire n'impose une contraction immédiate de l'action publique. La capacité d'endettement constitue à ce titre une composante de la puissance étatique. Mais cette même capacité peut se transformer en contrainte lorsque le coût du financement augmente, que les échéances se rapprochent, que les besoins de refinancement deviennent excessifs ou que la préservation de la confiance des investisseurs commence à déterminer les choix publics.

Cette étude défend donc une thèse centrale : **la vulnérabilité souveraine ne dépend pas du seul niveau de dette, mais de la capacité d'un État à préserver durablement son accès au financement sans que la structure de sa dette, son coût, ses créanciers ou son environnement monétaire ne réduisent excessivement sa liberté de décision.** Cette approche conduit à déplacer l'analyse du stock vers la structure, puis de la structure vers la capacité d'action. Elle permet également de comprendre pourquoi les États-Unis, le Japon, les États de la zone euro et les économies émergentes ne disposent pas de la même capacité à supporter l'endettement, même lorsque certains indicateurs paraissent comparables.

La question devient alors celle de l'espace budgétaire disponible face au prochain choc. La souveraineté financière ne suppose ni l'absence de dette ni l'autarcie financière. Elle repose sur la possibilité de mobiliser rapidement des ressources supplémentaires sans provoquer une rupture de financement ou devoir renoncer aux priorités essentielles de l'État. Dans cette perspective, la dette souveraine doit être analysée moins comme une photographie comptable que comme une infrastructure de puissance, dont la solidité dépend de la confiance, du temps, de la monnaie, de la profondeur financière et de la capacité politique à arbitrer entre le présent et l'avenir.

¹ FMI, *Fiscal Monitor*, avril 2026 : <https://www.imf.org/en/publications/fm/issues/2026/04/15/fiscal-monitor-april-2026>

Problématique

La dette publique désigne l'ensemble des engagements financiers accumulés par les administrations publiques, tandis que la dette souveraine renvoie plus spécifiquement, dans l'usage financier, aux engagements émis ou garantis par l'État souverain, notamment sous la forme de titres négociables. Les deux notions se recoupent sans être parfaitement équivalentes. Cette distinction est importante parce que les débats publics utilisent fréquemment un ratio agrégé de dette publique rapportée au PIB alors que les marchés financiers évaluent simultanément une multitude d'autres paramètres : calendrier des remboursements, durée moyenne des titres, liquidité du marché secondaire, monnaie d'émission, exposition à l'inflation, structure des investisseurs, crédibilité budgétaire, croissance potentielle, capacité fiscale et environnement institutionnel.

Le débat sur la soutenabilité est souvent organisé autour d'un chiffre unique. Pourtant, aucun niveau de dette rapporté au PIB ne constitue à lui seul une frontière universelle entre soutenabilité et crise. La Banque des règlements internationaux soulignait encore en 2026 que la tolérance à l'endettement est hétérogène entre pays et variable dans le temps : une charge qui paraît soutenable dans une configuration donnée peut devenir fragile lorsque les conditions financières ou la capacité du système financier à absorber les émissions se modifient. Les besoins bruts de refinancement, la maturité de la dette et la structure de l'intermédiation peuvent provoquer une compression de l'espace budgétaire bien avant qu'une limite théorique de solvabilité de long terme ne soit atteinte².

La soutenabilité doit ainsi être distinguée de la souveraineté. Une dette peut demeurer techniquement soutenable tout en réduisant progressivement la liberté d'action d'un gouvernement si une part croissante de ses recettes doit être consacrée aux intérêts ou si chaque décision budgétaire doit être évaluée à travers son effet potentiel sur les conditions de financement. Inversement, un État fortement endetté peut conserver une marge stratégique importante s'il bénéficie d'une base fiscale solide, d'une monnaie crédible, d'un marché obligataire profond, d'échéances longues et d'une demande structurelle pour ses titres.

La problématique de ce Papier peut donc être formulée ainsi : **à quelles conditions la dette souveraine demeure-t-elle un instrument de puissance et à partir de quel moment devient-elle une contrainte stratégique sur la liberté d'action de l'État ?**

² BRI, *High public debt and shifting financial markets*, 2026 : <https://www.bis.org/publications/aer-2026/high-public-debt-shifting-financial-markets>

I. La dette souveraine constitue une infrastructure de puissance

L'endettement public précède largement l'État contemporain, mais son institutionnalisation accompagne la construction de celui-ci. La capacité à emprunter permet historiquement de dissocier la mobilisation des ressources de leur prélèvement immédiat. Un État exclusivement dépendant de ses recettes courantes ne peut financer une augmentation exceptionnelle de ses dépenses qu'en augmentant immédiatement les prélèvements, en réduisant d'autres politiques ou en créant de la monnaie lorsque son architecture institutionnelle le permet. L'emprunt introduit une possibilité supplémentaire : répartir dans le temps le coût d'une décision présente. Cette faculté a joué un rôle déterminant dans le financement des conflits, des infrastructures et, plus récemment, des politiques de stabilisation économique.

Cette fonction permet de comprendre pourquoi la dette ne peut être analysée comme le simple contraire de la puissance financière. Un État auquel les investisseurs acceptent de prêter plusieurs centaines de milliards à des échéances longues dispose d'une ressource que ne possède pas un État faiblement endetté mais incapable d'accéder aux marchés à un coût soutenable. Le crédit souverain est fondé sur une anticipation : l'investisseur estime que l'État conservera dans le futur la capacité et la volonté de mobiliser les ressources nécessaires au remboursement. Derrière un titre obligataire se trouvent donc une base fiscale, une économie productive, un ordre juridique, une architecture monétaire et une crédibilité politique. La capacité d'endettement est, sous cet angle, une conversion de la puissance future anticipée en ressources présentes.

Les crises donnent à cette fonction sa manifestation la plus visible. En 2020, les gouvernements ont pu engager des dépenses considérables pour absorber une contraction économique qui n'avait pas été prévue dans leurs budgets. Une logique comparable vaut pour un conflit militaire, une crise énergétique ou une catastrophe majeure. Exiger que chaque dépense exceptionnelle soit financée simultanément par une hausse équivalente des recettes contraindrait l'État à transférer immédiatement l'intégralité du choc sur les ménages, les entreprises ou les autres politiques publiques. La dette permet au contraire de répartir l'ajustement. Elle agit alors comme une réserve de capacité budgétaire, à condition que cette réserve n'ait pas été préalablement saturée ou que les investisseurs continuent d'accepter de la financer.

Cette fonction est également stratégique dans la compétition de long terme. Les infrastructures énergétiques, les réseaux numériques, les capacités militaires, les programmes spatiaux, la recherche fondamentale ou certaines politiques industrielles nécessitent des investissements dont les effets dépassent largement l'exercice budgétaire au cours duquel ils sont engagés. Le financement par la dette peut être économiquement cohérent lorsque les capacités créées augmentent la production future, réduisent une vulnérabilité ou procurent un actif dont bénéficieront plusieurs générations. La dette transfère alors une partie du coût vers les périodes durant lesquelles les bénéfices de l'investissement seront également perçus.

Cette logique ne signifie pas que toute dépense financée par l'emprunt augmente la puissance. La dette peut aussi permettre de différer des arbitrages sans créer de capacité future supplémentaire. Une dépense permanente financée systématiquement par de nouveaux déficits n'a pas la même logique qu'une infrastructure productive ou qu'un investissement exceptionnel. La comptabilité publique ne permet toutefois pas toujours d'établir une frontière nette entre les deux : l'éducation, la santé, la recherche ou l'entretien des infrastructures apparaissent comme des dépenses courantes tout en ayant des effets de long terme. Il est donc préférable de distinguer analytiquement une **dette de capacité**, qui contribue à préserver ou augmenter les moyens futurs de l'État, d'une dette qui finance

essentiellement le maintien d'un déséquilibre courant. Cette distinction n'est pas une catégorie comptable mais une grille stratégique : elle oblige à examiner ce que l'endettement permet effectivement de construire, de protéger ou de transformer.

La situation actuelle renforce cette interrogation. Dans l'OCDE, l'encours des obligations souveraines a atteint 61 000 milliards de dollars en 2025 et devrait représenter environ 85 % du PIB agrégé en 2026. Le problème n'est donc pas l'existence d'un marché de la dette : celui-ci est devenu l'une des principales infrastructures du système financier mondial. Il réside dans la capacité de ces marchés à continuer d'absorber des volumes croissants dans un environnement où les gouvernements, les entreprises et les nouveaux investissements technologiques sollicitent simultanément les capitaux disponibles³.

II. Le niveau de dette ne suffit pas à mesurer la vulnérabilité souveraine

Comparer les dettes publiques à partir du seul ratio dette/PIB présente un avantage évident : l'indicateur rapporte un stock d'engagements à la taille de l'économie appelée à les supporter. Mais il ne dit ni à quel rythme la dette devra être refinancée, ni dans quelle monnaie elle est libellée, ni à quel taux, ni par quels investisseurs elle est détenue. Deux États affichant exactement le même ratio peuvent donc présenter des profils de risque profondément différents.

La première variable est la dynamique budgétaire elle-même. À long terme, l'évolution du ratio d'endettement dépend notamment du solde primaire — c'est-à-dire du solde budgétaire avant paiement des intérêts — et de la relation entre le taux d'intérêt payé sur la dette et le taux de croissance nominale de l'économie. Lorsque l'économie croît durablement plus vite que le coût moyen de financement, le poids d'un stock de dette peut diminuer relativement au PIB sans remboursement nominal massif. Lorsque le coût de la dette devient supérieur à la croissance, la stabilisation exige davantage d'effort budgétaire. Cette mécanique explique pourquoi le même déficit peut produire des trajectoires très différentes selon le régime de croissance et de taux.

La deuxième variable est la maturité. Une obligation arrivant à échéance dans trente ans et un titre remboursable dans trois mois constituent deux engagements de même valeur nominale mais exposent l'État à des risques différents. Une dette à maturité longue protège temporairement l'émetteur contre les variations de taux : une hausse des rendements de marché ne modifie pas immédiatement le coupon d'une obligation à taux fixe déjà émise. L'effet se transmet progressivement lorsque les titres arrivent à échéance et doivent être remplacés. Une dette courte transmet au contraire beaucoup plus rapidement les nouvelles conditions de financement au budget. La réduction de la maturité peut donc diminuer le coût immédiat d'une émission lorsque les taux courts sont inférieurs aux taux longs, tout en augmentant la fréquence à laquelle l'État doit revenir devant les investisseurs.

La troisième variable concerne la monnaie d'émission. L'histoire des crises souveraines montre l'importance de l'endettement dans une devise que l'État ne contrôle pas. Lorsqu'un gouvernement doit rembourser des obligations en dollars alors que ses recettes fiscales sont principalement perçues dans une monnaie nationale, une dépréciation augmente mécaniquement le poids réel de la dette extérieure. Le risque de change s'ajoute au risque budgétaire. À l'inverse, un État qui emprunte essentiellement dans sa propre monnaie dispose d'une architecture plus protectrice, mais cette situation ne supprime pas toute contrainte. Une création monétaire destinée à neutraliser systématiquement les difficultés de financement peut déplacer la crise vers l'inflation, la dépréciation du change ou la perte de crédibilité monétaire.

³ OCDE, *Global Debt Report 2026* : https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026_e9d80efd-en.html).

La souveraineté monétaire modifie donc la nature du risque ; elle ne rend pas la contrainte budgétaire inexistante.

La quatrième variable est la structure des détenteurs. Une dette détenue principalement par des investisseurs domestiques stables, tels que des banques, des assureurs, des fonds de pension ou des ménages, ne réagit pas nécessairement de la même manière qu'une dette fortement dépendante de flux internationaux susceptibles d'être rapidement réalloués. Mais la détention domestique n'est pas automatiquement préférable. Une concentration excessive de dette publique dans le bilan des banques nationales peut créer un lien de dépendance réciproque : la dégradation de la signature souveraine fragilise les banques, tandis que la fragilisation du secteur bancaire peut imposer à l'État de nouvelles dépenses. Le risque souverain et le risque financier peuvent alors s'alimenter.

La cinquième variable est la profondeur du marché. La liquidité d'un titre souverain augmente son attractivité parce qu'un investisseur sait qu'il pourra plus facilement le revendre. Cette caractéristique explique une partie de la position spécifique des titres américains. Les obligations du Trésor des États-Unis ne constituent pas uniquement le financement d'un État : elles servent d'actifs de réserve, de collatéral et de référence de prix dans une partie considérable du système financier mondial. Cette demande structurelle accroît la capacité américaine à émettre de la dette, même si elle ne rend pas cette capacité illimitée. Le FMI souligne d'ailleurs en 2026 l'érosion de certains avantages traditionnellement associés à la prime de sécurité des Treasuries, signe qu'un actif central du système peut lui aussi subir des réévaluations. Les données du Trésor américain continuent néanmoins de montrer des flux internationaux considérables vers les titres américains : en juin 2026, les résidents étrangers ont acheté net 207,1 milliards de dollars de titres américains de long terme⁴.

Le Japon illustre autrement la nécessité de dépasser le ratio brut. Le FMI estimait en avril 2026 que la dette publique brute japonaise resterait supérieure à 200 % du PIB en 2026, soit un niveau très supérieur à celui de la plupart des économies avancées. Pourtant, l'expérience japonaise ne correspond pas à celle d'un État ayant perdu durablement son accès au financement. La profondeur du marché des obligations d'État japonaises, le rôle des investisseurs domestiques et celui de la Banque du Japon, ainsi que l'émission en yen modifient profondément la nature du risque. Cela ne signifie pas que le Japon échappe à la contrainte : le FMI estime que la normalisation monétaire, le vieillissement et l'augmentation progressive des charges d'intérêt imposent de préserver une trajectoire budgétaire crédible⁵.

La comparaison conduit donc à abandonner l'idée d'un seuil universel. Le ratio dette/PIB reste un indicateur essentiel parce qu'il mesure l'ampleur des engagements relativement à la base économique. Mais il doit être combiné au solde primaire, au différentiel entre taux et croissance, aux maturités, à la monnaie, à la structure des investisseurs, au niveau des réserves, à la profondeur du marché et à la crédibilité institutionnelle. La vulnérabilité souveraine est multidimensionnelle.

III. Le retour du coût du capital transforme progressivement la nature du risque

La décennie qui a suivi la crise financière mondiale avait créé un environnement exceptionnel pour les émetteurs souverains des économies avancées. Les taux directeurs très faibles, les politiques d'achats d'actifs des banques centrales et l'abondance de liquidités ont comprimé les rendements obligataires. Dans plusieurs économies, les taux nominaux ont atteint des

⁴ U.S. Treasury, TIC, août 2026 : <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0606>

⁵ FMI, consultation Article IV Japon, 2 avril 2026 : <https://www.imf.org/en/news/articles/2026/04/02/pr-26105-japan-imf-executive-board-concludes-2026-article-iv-consult>

niveaux proches de zéro, voire négatifs sur certaines maturités. Les gouvernements ont ainsi pu accroître leur stock de dette sans subir immédiatement une hausse équivalente de la charge d'intérêt. Cette configuration a joué un rôle déterminant pendant la pandémie.

Le changement de régime monétaire intervenu après le retour de l'inflation n'annule pas instantanément cet héritage. Un État ayant émis à taux fixe pendant la période de taux bas continue de bénéficier de ces conditions jusqu'à l'échéance des titres concernés. C'est précisément pour cette raison que la remontée des taux agit avec retard. La variable centrale devient progressivement le refinancement : à mesure qu'une obligation ancienne portant un coupon faible arrive à maturité, l'État doit la rembourser en émettant généralement un nouveau titre aux conditions du marché du moment. Si ces conditions sont plus coûteuses, le taux moyen de l'ensemble du stock augmente progressivement.

Les volumes concernés donnent à ce mécanisme une importance systémique. L'OCDE estime que les emprunts bruts des gouvernements de ses États membres, qui avaient déjà atteint un record de 17 000 milliards de dollars en 2025, devraient approcher 18 000 milliards en 2026. Surtout, **78 % des emprunts souverains prévus en 2026 correspondent au refinancement de dettes existantes**, et non au financement de nouvelles dépenses. Les besoins de refinancement avaient déjà atteint environ 13 500 milliards de dollars en 2025⁶.

Cette donnée modifie la manière d'interpréter les montants d'émission annoncés chaque année. Un programme de plusieurs centaines de milliards ne correspond pas à une augmentation équivalente de l'endettement net : une part importante sert simplement à remplacer des obligations arrivées à échéance. Mais cette opération apparemment routinière constitue le moment où les nouvelles conditions financières se transmettent au budget. Le risque n'est donc pas nécessairement une incapacité brutale à rembourser. Il peut prendre la forme beaucoup plus progressive d'un remplacement de dette peu coûteuse par une dette plus chère, puis d'une augmentation de la charge d'intérêt qui réduit l'espace disponible pour les autres politiques.

La France permet d'observer concrètement cette mécanique. La dette publique au sens de Maastricht s'établissait à 3 536,1 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2026, soit 117,5 % du PIB, contre 115,6 % à la fin de 2025⁷. L'Agence France Trésor prévoit pour 2026 un programme d'émissions à moyen et long terme nettes de rachats de 310 milliards d'euros, tandis que la charge budgétaire de la dette est prévue à 59,3 milliards⁸.

La structure de la dette française amortit cependant la transmission des taux. À la fin de 2025, la durée de vie moyenne de la dette négociable était de 8 ans et 184 jours ; elle restait de 8 ans et 142 jours à la fin août 2026. L'État ne refinance donc pas la totalité de son encours aux conditions de 2026⁹. Cette maturité constitue une protection contre un choc immédiat, mais elle signifie également que l'effet budgétaire d'un régime de taux durablement plus élevé se diffuse pendant plusieurs années.

Le choix des maturités devient dès lors stratégique. L'OCDE observe que la hausse du coût du financement à long terme conduit certains émetteurs à privilégier davantage les maturités courtes. Une telle stratégie peut réduire la charge immédiate lorsque la courbe des taux le permet, mais elle augmente les besoins futurs de refinancement et la sensibilité du budget aux variations de taux. La gestion de la dette souveraine ne consiste donc pas seulement à

⁶ OCDE, *Sovereign Borrowing Outlook 2026* : https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026_e9d80efd-en/full-report/sovereign-borrowing-outlook_4470147b.html

⁷ INSEE, 25 juin 2026 : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/9010340>

⁸ AFT : <https://www.aft.gouv.fr/fr/programme-indicatif-financement-letat>

⁹ AFT, rapport d'activité 2025 et données au 31 août 2026 : <https://www.aft.gouv.fr/fr/publications/communiqués-presse/07072026-lagence-france-tresor-publie-son-rapport-dactivite-2025>

minimiser le coût présent. Elle doit arbitrer entre coût et risque, ce qui explique que les agences de la dette cherchent généralement à maintenir une courbe d'émission diversifiée.

La remontée des taux transforme ainsi un problème de stock en problème de flux. Un ratio élevé peut demeurer stable pendant longtemps lorsque le financement est bon marché. Il devient plus contraignant lorsque les intérêts absorbent une part croissante des recettes et lorsque les besoins annuels de refinancement exposent régulièrement l'État aux nouvelles conditions de marché. La question déterminante n'est plus seulement le montant dû, mais la fréquence et le prix auxquels la confiance doit être renouvelée.

IV. Les souverains n'occupent pas la même position dans la hiérarchie financière internationale

La dette souveraine est juridiquement un engagement de remboursement ; économiquement, elle est également un actif détenu par un autre acteur. Cette seconde dimension explique pourquoi la capacité d'endettement dépend autant de la demande pour les titres que du comportement de l'émetteur. Un gouvernement peut souhaiter emprunter, mais sa capacité effective dépend de l'existence d'investisseurs disposés à acquérir sa dette au prix qu'il juge soutenable.

Cette relation place les souverains dans des positions structurellement différentes. Les grandes économies avancées disposent généralement de marchés profonds, d'institutions financières importantes, de monnaies largement utilisées et d'une base d'investisseurs diversifiée. À l'autre extrémité, certains États à revenu faible ou intermédiaire doivent payer des primes de risque considérablement plus élevées, emprunter dans des devises étrangères ou accepter des maturités plus courtes. La différence de coût peut devenir plus importante que la différence de stock.

Les États-Unis occupent une position particulière parce que leur dette est imbriquée dans le fonctionnement du système monétaire international. Les Treasuries remplissent simultanément plusieurs fonctions : financement fédéral, actif de réserve, instrument de placement liquide et collatéral dans de nombreuses opérations financières. La profondeur de ce marché crée une demande qui ne dépend pas uniquement de l'évaluation des finances publiques américaines. Le dollar renforce ce mécanisme parce que les acteurs internationaux ayant besoin d'actifs liquides libellés dans la principale monnaie internationale se tournent largement vers les titres du Trésor. Cette position permet aux États-Unis de financer des besoins considérables dans des conditions qu'un État de taille comparable mais dépourvu de monnaie internationale n'obtiendrait probablement pas.

Cet avantage ne doit cependant pas être interprété comme une exemption de toute contrainte. Une augmentation durable des déficits accroît le volume que le marché doit absorber, tandis que les changements de portefeuille des banques centrales, des investisseurs institutionnels ou des acteurs privés peuvent modifier le coût marginal du financement. Le FMI souligne en 2026 que la transformation de la structure des investisseurs souverains, notamment la place croissante d'intermédiaires non bancaires utilisant l'effet de levier, peut accroître la sensibilité des marchés aux réévaluations. La puissance monétaire permet donc de déplacer les limites ; elle ne les supprime pas.

Le Japon montre une autre configuration. Son niveau de dette brute est exceptionnellement élevé, mais l'endettement est principalement libellé dans la monnaie nationale et s'inscrit dans un système financier où les institutions japonaises et la banque centrale jouent un rôle majeur. Le ministère japonais des Finances publie d'ailleurs un rapport annuel spécifiquement

consacré à la gestion du marché des JGB, aux maturités et au risque de financement, tandis que la Banque du Japon publie régulièrement le détail de ses détentions d'obligations publiques¹⁰¹¹.

Le cas japonais démontre qu'un ratio très élevé n'entraîne pas mécaniquement une crise, mais la normalisation progressive de la politique monétaire rappelle que cette configuration dépend elle-même d'un ensemble de conditions susceptibles d'évoluer.

La zone euro constitue une troisième architecture. Ses États empruntent dans une monnaie commune dont aucun gouvernement national ne contrôle individuellement la politique monétaire. Cette caractéristique a été au cœur de la crise des dettes souveraines du début des années 2010. Lorsque certains États ont perdu l'accès normal aux marchés, l'Union économique et monétaire ne disposait initialement ni d'un mécanisme permanent d'assistance financière souveraine ni d'une architecture complète de gestion de crise. La création du Mécanisme européen de stabilité, précédée par celle du FESF, a comblé une partie de cette lacune¹².

Cette construction produit une forme particulière de souveraineté partagée. La France, l'Italie ou l'Espagne disposent de marchés obligataires nationaux profonds et empruntent dans une monnaie internationale, mais ne possèdent pas individuellement la totalité des instruments monétaires associés à cette monnaie. En contrepartie, elles appartiennent à une architecture comprenant la Banque centrale européenne, les mécanismes européens de stabilité, les règles budgétaires communes et un système financier intégré. Leur capacité d'endettement dépend donc simultanément de leurs fondamentaux nationaux et de la crédibilité de l'architecture européenne.

La situation des économies en développement révèle plus nettement encore les limites d'une analyse fondée sur le ratio de dette. Selon la CNUCED, les pays en développement détenaient environ 31 000 milliards de dollars de dette publique en 2024, soit moins d'un tiers du total mondial, mais leurs paiements nets d'intérêts atteignaient 921 milliards de dollars. Soixante et un pays en développement consacraient au moins 10 % de leurs recettes publiques aux intérêts, tandis que 3,4 milliards de personnes vivaient dans des pays dépensant davantage en intérêts que pour la santé ou l'éducation. La CNUCED souligne également que, depuis 2020, les régions en développement ont emprunté à des taux deux à quatre fois supérieurs à ceux des États-Unis¹³.

Ces données montrent pourquoi un même ratio peut produire des effets budgétaires différents. Une dette de 60 % du PIB financée à un taux élevé, avec des maturités courtes et une forte exposition au change, peut exercer une contrainte plus immédiate qu'une dette dépassant 100 % du PIB financée à long terme dans une monnaie bénéficiant d'une demande internationale structurelle. L'inégalité souveraine réside donc autant dans le prix du capital que dans son volume.

Cette hiérarchie possède enfin une dimension politique. Lorsqu'un État doit consacrer une fraction croissante de ses recettes au service de la dette, la contrainte financière entre directement en concurrence avec les autres fonctions de l'État. Le problème n'est alors plus abstraitement celui de la solvabilité, mais celui de la capacité à maintenir simultanément les politiques sociales, l'investissement, la sécurité, les infrastructures et le remboursement des engagements antérieurs. La dette devient stratégiquement déterminante lorsqu'elle modifie l'ordre des priorités possibles.

¹⁰ Ministry of Finance, *Debt Management Report 2026* : https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/debt_management_report/2026/index.html

¹¹ Bank of Japan : <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/mei/release/2026/index.htm>

¹² MES, historique de la crise : <https://www.esm.europa.eu/about-us/history>

¹³ CNUCED, *A World of Debt 2025* : <https://unctad.org/publication/world-of-debt>

V. La nouvelle compétition pour l'espace budgétaire

L'environnement budgétaire de la seconde moitié des années 2020 se caractérise moins par l'apparition d'un besoin exceptionnel que par la superposition de plusieurs besoins structurels. Le vieillissement démographique augmente les dépenses de retraite, de santé et de dépendance. La transition énergétique nécessite des investissements dans les réseaux, les capacités de production, le stockage et l'adaptation des infrastructures. La compétition technologique encourage les États à soutenir les semi-conducteurs, l'intelligence artificielle, le calcul intensif, le spatial ou les technologies duales. La fragmentation géoéconomique conduit parallèlement à financer des politiques de relocalisation, de sécurisation des chaînes de valeur et de constitution de stocks. Enfin, la dégradation de l'environnement stratégique entraîne une augmentation des dépenses de défense.

Le FMI résume précisément cette accumulation lorsqu'il constate que les finances publiques sont simultanément soumises aux dépenses sociales, à la défense, à l'autonomie stratégique et à l'augmentation des intérêts. Le problème budgétaire contemporain réside donc dans l'impossibilité de traiter chacune de ces priorités comme si elle disposait séparément d'un financement illimité.

La défense européenne constitue un exemple particulièrement clair. L'Union a accepté d'introduire une flexibilité temporaire dans ses règles budgétaires afin de permettre une augmentation des dépenses militaires. La clause dérogatoire nationale permet aux États concernés de s'écarter temporairement de leur trajectoire de dépenses pour financer l'augmentation des dépenses de défense, dans une limite pouvant atteindre 1,5 % du PIB sur la période prévue. En juin 2026, dix-huit États membres avaient obtenu son activation. Cette flexibilité s'accompagne explicitement d'une condition : la soutenabilité budgétaire à moyen terme doit être préservée¹⁴.

Le dispositif révèle le cœur du problème. L'Europe considère simultanément qu'un sous-investissement militaire peut constituer une vulnérabilité stratégique et qu'un endettement excessif peut réduire la capacité future des États à financer cette même sécurité. Les deux objectifs ne peuvent donc pas être opposés mécaniquement. Refuser tout endettement supplémentaire peut empêcher la constitution rapide de capacités dont le besoin est immédiat ; financer durablement chaque augmentation de dépenses par la dette peut, à l'inverse, transformer une priorité stratégique présente en contrainte budgétaire permanente.

Il faut dès lors distinguer le financement d'un effort transitoire de la prise en charge d'une dépense structurelle. L'endettement peut être particulièrement adapté lorsqu'un investissement exceptionnel doit être réalisé rapidement : construction d'infrastructures, acquisition initiale d'équipements, constitution de capacités industrielles ou modernisation d'un réseau. Mais lorsque l'investissement crée ensuite des dépenses récurrentes (personnel, maintenance, fonctionnement, renouvellement) l'État doit disposer de recettes permanentes capables de les supporter. La dette permet d'avancer dans le temps une capacité ; elle ne peut durablement remplacer la base fiscale nécessaire à son entretien.

Cette distinction vaut au-delà de la défense. Une infrastructure énergétique financée par emprunt peut augmenter la résilience, réduire certaines importations et produire des bénéfices pendant plusieurs décennies. Une politique industrielle peut créer des capacités productives et des recettes futures, mais elle peut également immobiliser des ressources dans des projets inefficaces. Une dépense sociale peut être comptablement courante tout en améliorant le

¹⁴ Conseil de l'Union européenne : <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/national-escape-clause-for-defence-expenditure-nec/>

capital humain et la productivité. La question stratégique n'est donc pas de tracer une frontière artificielle entre « bonne » et « mauvaise » dette, mais d'évaluer le lien entre la dépense présente et la capacité future qu'elle produit.

La Commission européenne adopte une logique comparable dans son *Debt Sustainability Monitor 2025*, publié en février 2026. Elle ne réduit pas l'analyse au niveau de dette observé à un instant donné mais examine les trajectoires à politique inchangée, les effets du vieillissement, les actifs publics, les risques climatiques et les trajectoires d'ajustement. Ses simulations indiquent notamment que la mise en œuvre complète des trajectoires prévues dans les plans budgétaires et structurels de moyen terme conduirait, en 2036, à un ratio agrégé de dette de l'Union inférieur de plus de vingt points de PIB à celui obtenu sous une hypothèse de politiques inchangées¹⁵.

L'enjeu est finalement celui de la valeur stratégique de l'espace budgétaire. Un gouvernement qui conserve une capacité crédible d'emprunt peut répondre à une crise sans devoir immédiatement abandonner ses autres priorités. À l'inverse, un gouvernement entrant dans chaque crise avec un déficit élevé, une dette croissante et une charge d'intérêt déjà importante dispose de moins d'options. L'espace budgétaire fonctionne ainsi comme une réserve stratégique : sa valeur apparaît pleinement lorsque survient un événement qui n'avait pas été budgété.

VI. La dette réduit la souveraineté lorsqu'elle commence à déterminer la décision

La notion de souveraineté financière devient utile lorsqu'elle permet d'identifier le moment où la dette cesse d'être principalement un instrument de financement pour devenir une contrainte sur la décision publique. Ce moment ne correspond pas à un ratio universel. Il apparaît lorsque plusieurs mécanismes convergent : augmentation durable de la charge d'intérêt, besoins de refinancement élevés, raccourcissement des maturités, hausse de la prime de risque, dépendance excessive envers certaines catégories d'investisseurs ou incapacité à mobiliser des ressources supplémentaires en période de crise.

La première manifestation est l'éviction budgétaire. Les intérêts constituent une dépense juridiquement difficile à ajuster à court terme sans restructuration ou défaut. Lorsqu'ils augmentent, l'État doit soit accroître ses recettes, soit réduire d'autres dépenses, soit emprunter davantage. Si l'endettement supplémentaire sert lui-même à financer une charge d'intérêt croissante, une dynamique auto-entretenu peut apparaître. La contrainte souveraine ne vient alors pas directement d'une instruction donnée par un créancier : elle résulte de la structure même du budget.

La deuxième manifestation est la sensibilité au refinancement. Un État dont une fraction importante de la dette arrive à échéance chaque année doit régulièrement obtenir l'accord implicite du marché pour renouveler son financement. Tant que la demande reste profonde, cette opération peut être routinière. Une réévaluation brutale du risque peut cependant augmenter rapidement le coût des nouvelles émissions. La BRI insiste précisément sur l'importance des besoins bruts de financement et des maturités courtes comme indicateurs de vulnérabilité, car ils accélèrent la transmission d'une modification du sentiment de marché aux finances publiques.

La troisième manifestation concerne l'interaction entre dette souveraine et système financier. Les obligations publiques sont massivement utilisées par les banques, les assureurs, les fonds

¹⁵ Commission européenne, *Debt Sustainability Monitor 2025* : https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/debt-sustainability-monitor-2025_en

et d'autres intermédiaires. Une hausse brutale des rendements réduit la valeur de marché des obligations déjà émises ; inversement, une inquiétude sur la solidité des banques peut conduire l'État à intervenir et dégrader sa propre situation budgétaire. La crise de la zone euro avait illustré ce cercle entre banques et souverains. Les réformes engagées depuis lors, notamment l'union bancaire et les mécanismes européens de stabilité, ont cherché à réduire cette interaction sans la faire disparaître entièrement.

La BCE soulignait encore en mai 2026 que les déficits persistants et les niveaux élevés de dette dans certains pays de la zone euro constituaient des vulnérabilités importantes. Elle relevait que l'augmentation des besoins d'émission, combinée à des conditions de financement plus strictes, renforçait les risques de refinancement et de taux, tandis que l'augmentation des charges d'intérêt réduisait l'espace disponible pour les autres priorités¹⁶.

La France fournit à nouveau un cas intéressant parce que son niveau d'endettement est élevé tout en conservant, à ce stade, un marché profond et une capacité d'émission importante. À la fin août 2026, l'encours de dette négociable de l'État atteignait environ 2 904 milliards d'euros. Le taux moyen pondéré des émissions d'OAT depuis le début de l'année s'établissait à 3,50 %, tandis que l'AFT continuait à placer des titres de maturité très longue auprès d'une base internationale d'investisseurs. En février 2026, l'émission d'une nouvelle OAT à échéance 2057 avait ainsi suscité plus de 135 milliards d'euros de demande pour 8 milliards alloués, à un rendement de 4,439 %¹⁷.

Ces éléments ne signifient ni que la dette française serait sans risque, ni qu'une crise serait imminente. Ils montrent précisément pourquoi il faut distinguer le stock, le coût et l'accès au marché. La dette publique française était de 117,5 % du PIB au premier trimestre 2026, mais l'État continuait simultanément à emprunter à plus de trente ans auprès d'une demande très supérieure aux volumes proposés. La vulnérabilité doit donc être analysée comme une trajectoire : si le déficit demeure élevé, que le stock augmente et que le refinancement se réalise progressivement à des taux supérieurs à ceux des titres arrivant à échéance, la charge d'intérêt peut réduire l'espace budgétaire même en l'absence de crise d'accès au marché.

La souveraineté se dégrade ainsi avant le défaut. Elle commence à être affectée lorsque l'État renonce à des investissements nécessaires non parce qu'ils seraient jugés inutiles, mais parce que le financement de décisions antérieures a saturé sa capacité budgétaire ; lorsqu'un choc extérieur ne peut plus être amorti ; ou lorsque la nécessité d'éviter une réévaluation du risque souverain domine l'ensemble des arbitrages. Une crise de dette n'est que la forme extrême d'un processus dont les effets stratégiques peuvent apparaître bien plus tôt.

VII. Préserver une capacité d'endettement constitue un objectif de souveraineté stratégique

Une stratégie de souveraineté financière ne peut donc avoir pour objectif abstrait l'absence de dette. Un tel objectif conduirait à renoncer à l'un des principaux instruments permettant à l'État de répartir dans le temps le coût des crises et des investissements. Il ne peut pas davantage consister à considérer que l'émission en monnaie nationale ou l'existence d'une banque centrale rendraient tout niveau d'endettement indifférent. La question pertinente concerne la conservation d'une capacité de mobilisation future.

¹⁶ BCE, *Financial Stability Review*, mai 2026 : <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202605~50566915a7.cs.html>

¹⁷ AFT : <https://www.aft.gouv.fr/fr> ; <https://www.aft.gouv.fr/en/publications/communiqués-presse/11-february-2026-launch-new-oat-440-25-may-2057>

Cette capacité dépend d'abord de la gestion du passif existant. Allonger les maturités lorsque les conditions le permettent réduit le risque de refinancement ; maintenir une gamme de titres suffisamment large favorise la liquidité ; diversifier les investisseurs limite la dépendance à une catégorie particulière ; conserver un marché secondaire profond réduit la prime de liquidité ; limiter l'exposition incontrôlée au change ou à l'indexation protège le budget contre certains chocs. Les agences de la dette remplissent à ce titre une fonction stratégique rarement perçue comme telle : elles organisent dans le temps la relation financière entre l'État et ses créanciers.

La crédibilité budgétaire constitue la deuxième composante. Elle ne suppose pas nécessairement l'équilibre permanent des comptes. Les investisseurs peuvent accepter un déficit important lorsqu'il répond à un choc identifiable et qu'ils considèrent que l'État possède ensuite les institutions, la capacité fiscale et la volonté politique nécessaires pour stabiliser la trajectoire. À l'inverse, l'incertitude sur la trajectoire future peut accroître la prime demandée même avant toute détérioration immédiate des indicateurs. La crédibilité est donc moins une préférence idéologique pour l'austérité qu'une capacité à rendre intelligible la relation entre dépenses présentes, recettes futures et dynamique de dette.

La troisième composante concerne l'allocation de l'endettement supplémentaire. Lorsque la dette finance des actifs augmentant la croissance potentielle, la résilience énergétique, la capacité industrielle ou la sécurité, elle peut améliorer indirectement les conditions de sa propre soutenabilité. Mais ce raisonnement n'est valable que si les investissements produisent effectivement les capacités attendues. L'évaluation des politiques publiques devient dès lors une dimension de la souveraineté financière : la qualité de la dépense importe autant que son montant.

Enfin, préserver une capacité d'endettement suppose de raisonner en termes de scénarios. Les trajectoires budgétaires sont fréquemment construites autour d'hypothèses centrales de croissance, d'inflation et de taux. Or la valeur stratégique de l'espace budgétaire réside précisément dans sa disponibilité lorsque ces hypothèses cessent d'être valides. Pandémie, crise énergétique, conflit, choc financier ou catastrophe climatique peuvent modifier simultanément les dépenses, les recettes et les conditions de financement. Un État dont la trajectoire n'est soutenable que dans le scénario le plus favorable dispose d'une souveraineté financière fragile.

La politique de dette doit donc intégrer une logique de résilience comparable à celle qui s'impose désormais dans les domaines énergétique, militaire ou industriel. Il ne s'agit pas de supprimer toutes les dépendances, mais d'éviter qu'une dépendance particulière puisse interrompre une fonction essentielle. Appliquée à la dette, cette logique signifie conserver plusieurs catégories d'investisseurs, plusieurs maturités, une capacité fiscale mobilisable et suffisamment de crédibilité pour pouvoir accroître temporairement l'endettement lorsque les circonstances l'exigent.

Le véritable actif stratégique n'est finalement pas une dette faible considérée isolément. C'est **la capacité d'endettement encore disponible lorsqu'elle devient nécessaire**. Un État qui réduit sa dette mais laisse se dégrader ses infrastructures, sa base productive ou sa défense peut affaiblir sa puissance future. Un État qui utilise systématiquement l'emprunt pour éviter tout arbitrage peut, de son côté, épuiser progressivement la capacité financière dont il aura besoin face à une crise majeure. La souveraineté financière réside dans la maîtrise de cet arbitrage intertemporel.

Conclusion

La dette souveraine ne constitue ni intrinsèquement une faiblesse ni automatiquement une ressource. Elle est un mécanisme par lequel l'État mobilise dans le présent une partie de sa

capacité économique future. Cette propriété explique son rôle historique dans le financement des guerres, des crises, des infrastructures et des transformations économiques. Elle explique également le risque qu'elle représente : chaque ressource future mobilisée aujourd'hui réduit, toutes choses égales par ailleurs, celle qui restera disponible demain.

Le contexte des années 2020 rend cet arbitrage plus difficile. La dette publique mondiale se rapproche de niveaux historiquement élevés au moment où les besoins d'investissement augmentent et où le coût du capital est redevenu significatif. Dans les pays de l'OCDE, l'essentiel des émissions souveraines sert désormais à refinancer des engagements existants. Dans les économies en développement, des coûts de financement beaucoup plus élevés peuvent transformer des stocks relativement plus faibles en contraintes budgétaires particulièrement lourdes. Dans la zone euro, la nécessité d'augmenter les dépenses de défense se combine avec la préservation de trajectoires budgétaires soutenables. Il n'existe donc pas une crise universelle de la dette, mais une multiplication de configurations dans lesquelles le rapport entre dette, taux, croissance, monnaie et institutions devient plus exigeant.

L'analyse stratégique doit en conséquence se détourner des comparaisons fondées exclusivement sur les ratios de dette publique. Le niveau reste important, mais il ne prend son sens qu'associé à la maturité, au coût, à la monnaie d'émission, aux détenteurs, à la profondeur du marché, aux besoins de refinancement et à la capacité fiscale. Les États-Unis, le Japon, la France et une économie émergente ne peuvent pas être évalués selon un seuil identique parce qu'ils n'occupent pas la même position dans le système monétaire et financier international.

Cette différence ne signifie pas que certains États puissent s'endetter sans limite. Elle signifie que la contrainte souveraine apparaît à des niveaux différents et sous des formes différentes. Pour certains, elle prendra la forme d'un risque de change ou d'un arrêt brutal des capitaux ; pour d'autres, celle d'une hausse progressive des intérêts, d'une réduction de l'espace budgétaire ou d'une sensibilité croissante aux marchés. Dans tous les cas, le point stratégique est atteint lorsque la structure du financement commence à déterminer les choix que l'État peut encore effectuer.

La dette souveraine doit ainsi être comprise comme une relation entre **temps, confiance et capacité politique**. Elle permet de transférer des ressources futures vers le présent et, lorsqu'elle finance des capacités productives ou stratégiques, de transformer cette anticipation en puissance supplémentaire. Le même mécanisme réduit cependant la liberté d'action lorsque le refinancement, la charge d'intérêt ou la dépendance aux créanciers commencent à imposer leurs propres arbitrages. La question déterminante n'est donc pas de fixer abstraitement le niveau de dette qu'un État devrait accepter. Elle consiste à déterminer quelle structure d'endettement lui permet de financer ses priorités présentes, d'absorber les crises et d'investir dans sa puissance future sans compromettre sa capacité à décider lorsque surviendra le prochain choc.