

Les emprunts nationaux, une solution pour financer la dette de la France ?

Eric Dor

directeur des études économiques à l'IÉSEG School of Management, Paris et Lille

7 octobre 2026

Alors que les taux d'intérêt exigés par les grands investisseurs des marchés sur les nouvelles obligations publiques émises par la France sont en très forte hausse, certaines propositions suggèrent d'emprunter directement aux épargnants particuliers. L'idée serait de réitérer l'expérience passée de grands emprunts nationaux pour capter directement l'épargne des citoyens, comme en 1973, 1983 ou 1993.

Depuis longtemps, l'Etat français emprunte par l'émission de titres de dette qui sont achetés principalement par de gros investisseurs professionnels nationaux ou étrangers, comme des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des banques commerciales, des fonds souverains, des organismes de placement collectif, des grands gestionnaires de fonds pour compte d'autrui, des banques centrales, ... Ces titres de dette sont les OAT, OATi, OAT€i à moyen et long terme, et les BTF à court terme. Les gros organismes prêteurs, cités précédemment, peuvent les acheter à leur émission, sur le marché primaire, et ensuite les garder jusqu'à leur échéance ou les vendre sur le marché secondaire, auquel cas les titres concernés changent simplement de détenteur.

Quelles pourraient bien être les raisons d'une utilité supposée pour l'Etat d'emprunter directement aux particuliers ?

Une raison pourrait être une situation où les organismes prêteurs traditionnels, nationaux ou étrangers, étaient soudain réticents à prêter à la France. L'Etat serait alors tenté d'essayer de capter directement l'épargne des particuliers, voire d'exercer une forme de répression financière en forçant certaines catégories de citoyens à lui prêter. Un emprunt forcé est rare en France mais avait été pratiqué en 1983. Pour le moment la France est loin d'une telle situation. Les grands organismes prêteurs traditionnels continuent à être disposés à prêter à la France. Le problème est simplement que les taux d'intérêt exigés par ces prêteurs sont en forte hausse en raison d'un risque accru car les perspectives de réduction du déficit public excessif de la France sont trop incertaines.

Une autre raison pourrait alors être l'espoir que l'Etat puisse payer de moindres charges d'intérêt en empruntant directement auprès de ses citoyens plutôt qu'aux organismes prêteurs traditionnels. L'idée serait que l'Etat offrirait aux particuliers un taux inférieur à ce qui doit être

payé aux gros organismes prêteurs sur le marché, mais supérieur après taxes au rendement net que les épargnants obtiennent déjà sur les produits traditionnels comme les livrets A et LDDS ou les fonds en euros proposés par les compagnies d'assurance.

Il est toutefois utile de préciser qu'il serait hors de question de réitérer les modalités d'émission des emprunts nationaux précédents en France, dont les taux nets trop généreux avaient induit des coûts exagérés pour les finances publiques.

Avant d'examiner comment l'Etat pourrait réduire le coût d'une partie de la dette publique par des emprunts directs aux particuliers, il est nécessaire d'expliquer qu'en réalité son financement draine déjà leur épargne.

Les citoyens déjà prêteurs à l'Etat avec leurs livrets d'épargne réglementée

En réalité, l'Etat emprunte déjà directement auprès des petits épargnants. Il est possible que beaucoup d'épargnants l'ignorent, mais une grande partie de l'encours de leurs livrets A et LDDS est en réalité empruntée par la CDC, un organisme public, qui utilise cet argent pour financer le logement social. La collecte du livret A et du LDDS est réalisée par les banques auprès de leurs clients mais, pour une grande partie, c'est pour le compte de la CDC qui est le vrai emprunteur. Et sur cette partie, c'est la CDC qui paie les intérêts aux banques qui les donnent ensuite aux clients. Les banques reçoivent de la CDC une commission de gestion qui les indemnise de leurs coûts d'agir ainsi comme courtier entre les épargnants et la CDC, pour la collecte et le paiement des intérêts. Cette commission est à peu près de 0,3% annuellement, et en pratique 0,025% chaque mois, des encours concernés. La Banque Postale reçoit même une commission supérieure pour rémunérer ses obligations spécifiques d'assurer l'accessibilité bancaire sur ce type de produits d'épargne.

En août 2026, l'encours total des livrets A et LDDS était de 608,9 milliards d'euros, dont 362 milliards empruntés réellement par la CDC donc l'Etat. Cela coûte beaucoup moins cher d'emprunter ainsi que si c'étaient les administrations publiques, ou bien la CDC, qui avaient à emprunter elles-mêmes par l'émission d'obligations sur les marchés, pour financer les investissements du logement social. Les taux que doit payer la CDC sur ses émissions d'obligation sont en effet très proches de ceux des OAT, généralement supérieurs de 0,05 % à 0,30 %. Les emprunts par livrets A et LDDS coûtent un taux d'intérêt de 1,7% augmenté de la commission de 0,3%, et donc 2%. Or l'Etat doit par exemple payer maintenant un taux d'intérêt d'au moins 4,9% à 5% sur ses émissions d'obligations publiques à 10 ans.

Bien sûr la définition de la dette publique officielle au sens de Maastricht, qui a atteint 119% du PIB au second trimestre, exclut les emprunts de la CDC. En effet la CDC est classée comme une société financière plutôt qu'une administration publique. Mais d'un point de vue économique les emprunts de la CDC, par le biais de la centralisation d'une partie des encours des livrets A et LDDS,

peuvent être considérés comme un financement de l'Etat, pour le logement social. La dette publique officielle au sens de Maastricht se limite aux emprunts des administrations publiques, et sous estime un peu le vrai financement des activités publiques.

Les citoyens épargnants déjà prêteurs indirectement à l'Etat

Il y a encore d'autres mécanismes par lesquels l'épargne des citoyens français est utilisée intensément pour financer la dette publique nationale, donc prêter à l'Etat. C'est surtout via les banques et les compagnies d'assurance.

Les citoyens déjà prêteurs indirects à l'Etat par le biais de leurs comptes en banque

En contrepartie des dépôts à vue et d'épargne de leurs clients, les banques octroient des prêts aux ménages et entreprises mais aussi à l'Etat, en détenant des titres de dette publique. C'est une manière par laquelle l'épargne des citoyens est utilisée pour prêter à l'Etat.

Les banques françaises détiennent à peu près 300 milliards de titres de dettes publiques de la France qui peuvent être négociés sur le marché, comme des OAT par exemple.

Les citoyens déjà prêteurs indirects à l'Etat par le biais de leurs fonds d'assurance

Les fonds d'assurance sont très populaires auprès des épargnants en France. Or, beaucoup des instruments, comme les fonds en euros, investissent fortement en obligations publiques nationales. C'est encore une manière par laquelle l'épargne des citoyens est utilisée pour prêter à l'Etat.

Les compagnies d'assurance françaises détiennent à peu près 279 milliards de titres de dettes publiques de la France qui peuvent être négociés sur le marché, comme des OAT par exemple.

Les citoyens déjà prêteurs indirects à l'Etat par le biais d'organismes de placement collectif de droit étranger

En réalité, les particuliers nationaux sont également détenteurs de part d'organismes de placement de droit luxembourgeois ou irlandais, achetées par le biais de banques ou courtiers de France. Ces organismes détiennent des OAT émis par la France. Sur les statistiques c'est enregistré comme une détention étrangère de dette publique nationale alors que les prêteurs ultimes sont des nationaux. Il peut donc y avoir une légère surestimation, sur les statistiques officielles, de la part de la dette publique en titres négociés qui est financée par de l'épargne étrangère.

La possibilité déjà existante, pour les particuliers épargnants modestes, de souscrire aux obligations émises par l'Etat

Les particuliers épargnants peuvent déjà investir en titres de la dette publique. Les particuliers peuvent en effet acheter des OAT sur le marché secondaire. Le montant minimum à investir est

réduit, en général de l'ordre de 1000 euros, si bien que c'est un placement accessible à beaucoup d'épargnants. Pour cela, les épargnants doivent d'abord ouvrir un compte-titres auprès de leur banque. Ensuite, ces épargnants doivent demander à leur banque d'acheter pour eux des OAT. Il est nécessaire de préciser quelle série d'OAT, donc son code ISIN, en fonction de l'échéance résiduelle souhaitée, mais les épargnants peuvent être conseillés par leur banque. Ces OAT vont alors être déposés sur leur compte titres, et leur compte à vue va être débité du montant de l'achat.

Pour réaliser cet achat les banques traditionnelles réclament des frais de 0,50 % à 1 % du montant de la transaction. Si par exemple les OAT achetés sont gardés 10 ans, ces frais réduisent le rendement annuel de 0,05% à 0,1%, ce qui est peu. Les banques traditionnelles demandent également des droits de garde annuels, de 0,2% à 0,5% de la valeur des titres, souvent dégressifs et avec un minimum de 5 à 10 euros par ligne. L'épargnant doit bien sûr payer des impôts sur les intérêts reçus sur les OAT, contrairement aux livrets A et LDDS qui sont exonérés. Chaque année, l'épargnant aura à payer la flat tax de 31,4 % sur les intérêts reçus, composée de 12,8 % d'impôt sur le revenu et 18,6 % de prélèvements sociaux. Un particulier qui achète maintenant une OAT à 10 ans sur le marché secondaire, peu après son émission à un taux de 4,9%, aura donc un rendement annuel après impôt de 3,36%, et de 3,11% à 2,76% après déduction des frais et droits. Il est à noter que si les épargnants particuliers achètent des OAT par le biais de courtiers en ligne plutôt que des banques traditionnelles, les frais à l'achat seront très inférieurs, et la garde des titres sera généralement offerte, ce qui augmentera le rendement net.

Il est donc déjà possible pour les particuliers d'investir en obligations publiques, même si c'est peu pratiqué. Là, le problème est plutôt un manque d'information des épargnants, ou une crainte exagérée envers la complexité de la procédure.

C'est pour cela que la France pourrait avoir intérêt à émettre et promouvoir des titres de dette explicitement élaborés pour attirer les petits épargnants particuliers, comme plusieurs autres pays européens.

La possibilité encore inutilisée en France d'émettre des titres de dette publique adaptés aux particuliers

L'utilité de titres de dette publique spéciaux adaptés aux particuliers

Plutôt qu'un grand emprunt national exceptionnel, la France pourrait simplement organiser l'émission permanente, ou au moins récurrente à des fréquences régulières, de titres de dette publique adaptés spécifiquement aux petits épargnants. Ces titres doivent être des produits très simples, avec uniquement quelques échéances, et des procédures d'accès très faciles. La souscription par les particuliers pourrait être réalisée en ligne, auprès des bureaux de postes, des bureaux de certaines administrations publiques, de certaines banques, ...

Pour que les épargnants puissent vendre leurs titres avant l'échéance en cas de besoin de cash, un marché secondaire doit être organisé, avec un opérateur chargé officiellement d'en assurer la liquidité. Concrètement cet organisme doit s'engager à toujours être contrepartie à l'achat, pour que les ventes puissent être réellement assurées.

La simplicité et la facilité d'accès de tels titres pourrait doper la participation des particuliers au financement des administrations publiques de la France.

Ces emprunts directs aux épargnants particuliers seraient moins coûteux que les émissions d'OAT, à cause de la fiscalité. Les taux d'intérêt bruts offerts par l'Etat sur ces emprunts pourraient être les mêmes que ceux payés sur les titres de dette de même échéance émis sur les marchés comme les OAT, ou légèrement inférieurs pour tenir compte des frais de distribution. Mais les coûts de ces emprunts pour l'Etat seraient inférieurs à ceux des OAT, car ils seraient réduits de la flat tax de 31,4 % que les particuliers auraient à payer sur les intérêts. L'Etat récupérerait donc, sous forme d'impôts, une partie du taux brut payé. Par exemple, si les OAT à 10 ans sont émis à 4,75%, le coût net pour l'Etat d'un titre pour particuliers au même taux brut serait réduit à 3,2585%. Ce rendement net pourrait toutefois être encore considéré comme attractif par les épargnants.

Les agences de notation soulignent régulièrement que, si les administrations publiques sont très endettées en France, la qualité de la dette publique est quand même soutenue par les gros patrimoines du secteur privé, qui pourraient être mobilisés pour prêter au gouvernement si l'accès au financement des marchés était un jour compromis. C'est une des raisons pour lesquelles les agences attribuent encore une notation assez généreuse à la dette de la France, même après avoir critiqué le manque de contrôle des déficits excessifs. Si des émissions de titres adaptés rencontraient un gros succès auprès des particuliers, ce serait une manière de confirmer que la France peut compter sur ses citoyens pour se financer, ce qui renforcerait la confiance des gros investisseurs professionnels et pourrait ainsi conduire à une légère réduction des taux exigés sur les OAT traditionnels.

Les exemples étrangers de titres de dette publique adaptés spécifiquement aux particuliers épargnants

Il y a déjà des pays européens qui émettent des titres de dette publique adaptés spécifiquement aux épargnants particuliers. Ce sont les BTP Valore et BTP Italia en Italie, les bons d'Etat en Belgique, les certificados de Aforro au Portugal, ... La fraction de la dette publique en titres négociés représentée par ces titres est estimée à 14,9 % au Portugal, 6,23 % en Italie, 0,28 % en Belgique.

Les limites potentielles au recours à de tels emprunts pour cibler les particuliers

Le recours à ces prêts directs des épargnants à l'Etat contrarierait les banques, les compagnies d'assurance et de manière générale tous les acteurs qui se disputent la source de financement

représentée par l'épargne des ménages. Les compagnies d'assurance de la France considèreraient sûrement que des émissions d'emprunts publics spéciaux qui cibleraient les particuliers sont un gros problème à cause du risque de décollecte pour leurs produits, si les épargnants réallouent leurs avoirs. C'est pour cette même raison, la crainte d'une décollecte pour les fonds d'assurance, que ces compagnies exercent toujours des pressions pour que le taux du livret A soit plafonné, même en période de forte inflation. Les bailleurs sociaux essaieraient aussi sûrement de s'opposer à de telles émissions pour les particuliers de crainte que cela entraîne une décollecte du livret A. Il serait nécessaire d'éviter de déstabiliser le secteur financier. Mais la possibilité d'emprunter directement aux particuliers, avec des produits adaptés, reste quand même une possibilité à explorer pour réduire le coût des intérêts de la dette publique.