



Dette et productivité : choisir le temps long

Note d'impact n°1



UNIVERSITÉ
CÔTE D'AZUR
FONDATION



Note d'impact - Université Côte d'Azur, Fondation

Maxime Menuet

Professeur des Universités, Université Côte d'Azur
Institut Universitaire de France

Dette et productivité :
choisir le temps long

SYNTHÈSE

La France ne s'effondre pas mais elle décroche lentement. Depuis vingt-cinq ans, les gains de productivité ralentissent, l'effort de recherche progresse peu et une partie de nos innovations peine encore à devenir une capacité industrielle. Dans le même temps, la dette publique a fortement augmenté et son coût remonte avec les taux. Quelques chiffres résument ce changement de trajectoire : la France consacre 2,18 % de son PIB à la recherche et développement, contre 3,13 % en Allemagne et 3,44 % aux États-Unis ; la dette publique dépasse désormais 115 % du PIB ; et la charge d'intérêts devrait atteindre près de 60 milliards d'euros en 2026.

Le risque français est désormais clair : une dette plus coûteuse dans une économie moins productive.

La France ne manque pourtant ni d'épargne, ni de recherche, ni d'infrastructures. Son problème est davantage celui de leur transformation : transformer la connaissance en industrie, l'épargne en capital patient et la dépense publique en capacités productives de long terme.

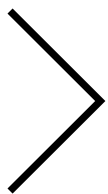
Nous savons très bien mesurer ce que la France doit, mais beaucoup moins bien ce qu'elle construit pour demain, comme ses infrastructures, ou ses capacités industrielles. Or la soutenabilité d'un pays ne se juge pas uniquement à son passif.

C'est pourquoi notre proposition centrale est de changer le thermomètre budgétaire. Les règles européennes actuelles restent largement organisées autour de seuils et de trajectoires de dette. Nous proposons d'y ajouter un véritable stress test souverain, permettant de mesurer la résistance des finances publiques à une hausse durable des taux, à une croissance plus faible, ou aux deux à la fois. La France pourrait intégrer cet exercice à chaque projet de loi de finances, puis porter cette réforme au niveau européen. Cela ferait passer progressivement le Pacte de stabilité d'une logique de seuils à une logique de résilience budgétaire.

Deux autres réformes complètent cette logique. La première vise **à faire davantage travailler l'épargne française pour le temps long**, en utilisant mieux les incitations existantes afin d'orienter davantage de capitaux vers les fonds propres, l'industrialisation et le changement d'échelle de nos entreprises. La seconde consiste à **transformer France 2030 en véritable politique de capacités productives** : ne plus seulement financer des projets, mais déterminer les capacités technologiques et industrielles que la France veut effectivement posséder dans dix ans, puis mobiliser recherche, financement, formation et commande publique pour les construire.

Ces trois propositions répondent au même problème : **mieux mesurer le risque que nous prenons, mieux choisir ce que nous voulons construire et mieux mobiliser les ressources dont nous disposons déjà.**





Où va la France ? Une économie sous tension entre décrochage productif et contrainte budgétaire

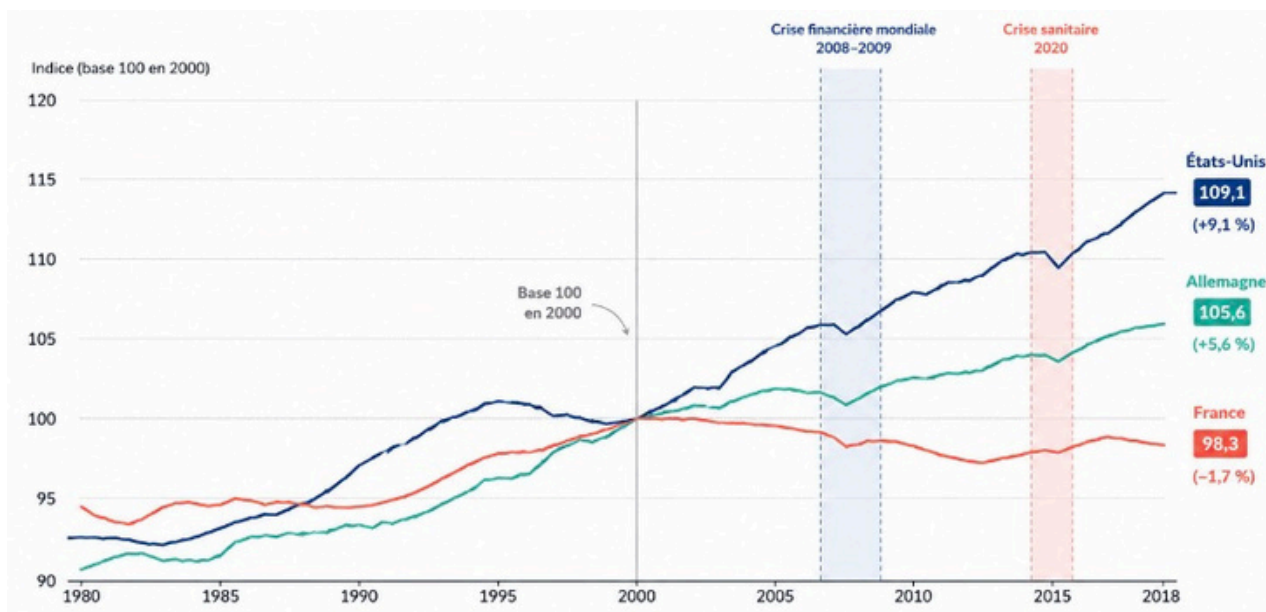
Le décrochage silencieux : la perte durable de productivité

La faiblesse actuelle de l'économie française ne peut pas être comprise uniquement à partir de l'évolution de l'emploi ou du stock de capital. Dans une économie avancée, la croissance de long terme dépend surtout de la capacité à améliorer l'efficacité avec laquelle ces facteurs sont combinés. C'est ce que mesure la *productivité globale des facteurs (PGF)*.

La croissance du PIB peut être décomposée entre l'accumulation du travail, l'accumulation du capital et un résidu de productivité. Ce dernier reflète notamment le progrès technique, la diffusion des innovations, l'allocation du capital et du travail entre entreprises ainsi que certaines dimensions du capital humain. Pour une économie comme la France située à proximité de la frontière technologique, cette composante est déterminante[1]. Il est en effet possible d'augmenter temporairement le PIB en augmentant l'emploi ou l'investissement, mais une progression durable du revenu par habitant suppose, à terme, des gains de productivité. Or c'est précisément sur ce point que la trajectoire française devient préoccupante.

Source des données : OCDE, Productivity Database, "Multifactor productivity (MFP)", indicateur annualisé (croissance en %).
Dernière mise à jour : mai 2024.

Figure 1 - La France accumule moins de gains d'efficacité productive depuis 2020
Productivité globale des facteurs (PGF), indice base 100 en 2000



Note : la productivité globale des facteurs (PGF) mesure la part de la croissance qui ne s'explique ni par l'augmentation du capital ni par celle du travail. Elle reflète l'efficacité avec laquelle une économie combine ses facteurs de production et intègre le progrès technique.

La Figure 1 cumule les taux de croissance annuels de la PGF pour construire un indice base 100 en 2000. Entre 2000 et 2018, cet indice atteint environ 109 aux États-Unis et 105 en Allemagne, tandis qu'il tombe autour de 98 en France. **En moins de vingt ans, un écart d'environ 11 points d'indice de productivité globale s'est ainsi ouvert entre les États-Unis et la France.**

La dynamique est également instructive. Entre 2000 et 2007, la PGF française progresse légèrement. Puis intervient la crise financière de 2008-2009. L'indice chute brutalement et, contrairement à l'Allemagne ou aux États-Unis, ne retrouve jamais ensuite sa trajectoire antérieure. Ce point invite à considérer la crise de 2008 non seulement comme une récession temporaire, mais comme un possible choc persistant sur le potentiel productif français.

Il serait néanmoins excessif d'attribuer tout le ralentissement français à 2008. Les estimations de Cette, Corde et Lecat (2017) identifient déjà des ruptures à la baisse de la tendance de productivité du travail et de la PGF au cours des années 2000, avant la crise financière[2]. La rupture de 2008 doit donc moins être interprétée comme l'origine du ralentissement français que comme un choc ayant amplifié une tendance structurelle préexistante et laissé une perte durable de niveau[3].

C'est ici que le diagnostic français devient préoccupant. Sur le champ des activités marchandes hors immobilier retenu par Schreiber et Vicard (2011), les

gains de productivité du travail atteignaient encore 2,6 % par an entre 1979 et 1989, puis 1,9 % entre 1989 et 1999, avant de tomber à 1 % entre 2000 et 2008[4]. Le ralentissement ne résulte d'ailleurs pas principalement d'un simple effet de composition lié à la tertiarisation car il s'observe largement à l'intérieur des différentes branches de l'économie.

La productivité française est donc confrontée à un double phénomène : une tendance structurelle de ralentissement engagée avant 2008, puis un choc dont une partie des effets semble ne jamais avoir été totalement résorbée.

Le problème n'est pas seulement statistique. Une perte durable de PGF abaisse le niveau de la production potentielle : à capital et travail donnés, l'économie produit durablement moins qu'elle ne l'aurait fait sur son ancienne trajectoire. Si, en outre, le rythme des gains de productivité reste durablement plus faible, l'écart ne se contente plus de persister mais s'accroît année après année. Les conséquences se diffusent alors à l'ensemble de l'économie : moindre progression des revenus, de l'investissement et des recettes fiscales, et donc moindre capacité à financer les dépenses publiques futures.

La compétitivité ne se résume pas au coût salarial ou au niveau des prélèvements obligatoires. À moyen terme, le coût unitaire de production dépend aussi du rapport entre salaires et productivité. Une économie peut supporter des salaires élevés lorsqu'elle produit beaucoup par heure travaillée et lorsque cette productivité continue de progresser. À l'inverse, une stagnation prolongée de la PGF finit par réduire les marges des entreprises, peser sur les exportations, ralentir l'investissement et limiter la progression des salaires réels. Le véritable risque français n'est donc pas une chute brutale de richesse mais d'un écart de croissance qui se cumule.

Le problème de compétitivité : de la connaissance à la production

Le ralentissement de la productivité conduit à une seconde question : d'où viennent les gains de productivité dans une économie avancée ? La littérature économique identifie plusieurs mécanismes complémentaires : l'accumulation du capital humain, la qualité des institutions, l'adoption de nouvelles technologies, la réallocation du capital et du travail vers les entreprises les plus productives et, surtout, l'investissement en recherche et développement (R&D). Depuis les modèles de croissance endogène de Romer (1990) et d'Aghion et Howitt (1992), l'innovation est précisément pensée comme l'un des moteurs fondamentaux de la croissance de la productivité[5].

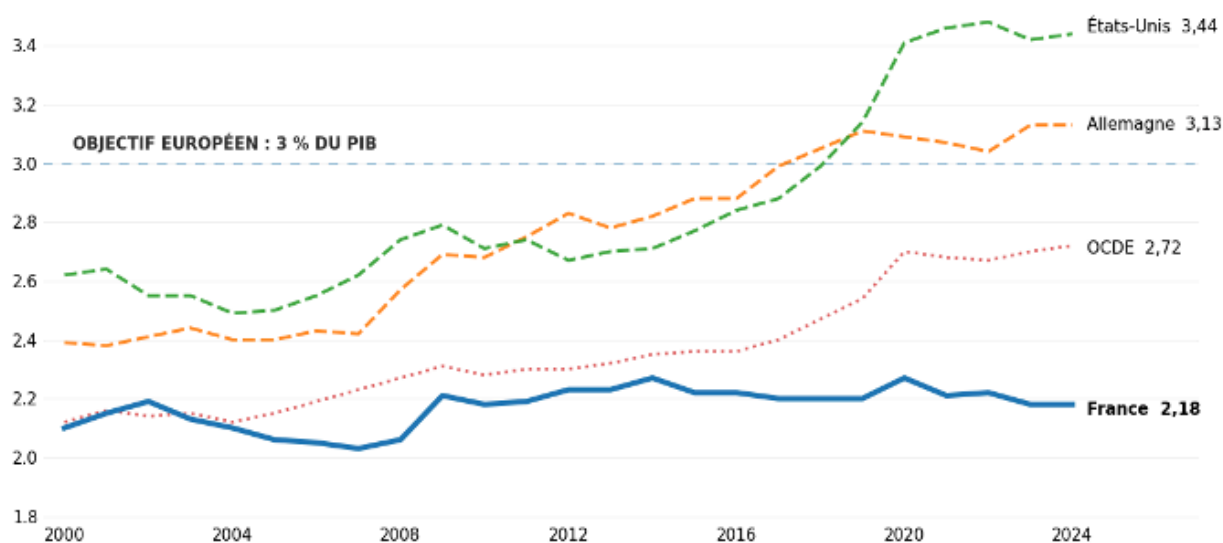
Mais une découverte scientifique ne produit pas mécaniquement de la croissance. C'est le fameux paradoxe de Solow : « On voit des ordinateurs

partout, sauf dans les statistiques de productivité », expliquait en 1987 l'économiste Robert Solow. En effet une découverte doit être transformée en innovation, industrialisée, portée par une entreprise capable de changer d'échelle puis diffusée dans le reste de l'économie. Le problème français apparaît précisément à plusieurs étapes de cette transformation.

La comparaison internationale est à cet égard frappante (Figure 2). **En 2024, la France consacre 2,18 % de son PIB à la R&D, contre 3,13 % en Allemagne, 3,44 % aux États-Unis et 2,72 % en moyenne dans l'OCDE.** Plus encore que le niveau, c'est la trajectoire qui interpelle : l'effort français était déjà voisin de 2,1 % du PIB au début des années 2000. En près d'un quart de siècle, il n'a pratiquement pas changé d'échelle. Dans le même temps, l'Allemagne a progressivement franchi le seuil de 3 % et les États-Unis ont accéléré leur effort à partir de la fin des années 2010.

Figure 2 - La France investit durablement moins dans la R&D

Dépenses intérieures brutes de R&D (GERD), en % du PIB



En 2024, la France consacre 2,18% de son PIB à la R&D, contre 3,13% en Allemagne et 3,44% aux États-Unis.

Source : OCDE, Main Science and Technology Indicators (MSTI), Gross Domestic Expenditure on R&D (GERD), en % du PIB. Données 2023-2024 provisoires ou estimées selon des pays.

La décomposition de ces dépenses permet d'affiner le diagnostic. La R&D réalisée par les entreprises représente 1,44 % du PIB en France, contre 2,14 % en Allemagne et 2,67 % aux États-Unis. En revanche, la recherche effectuée dans l'enseignement supérieur atteint 0,44 % du PIB en France, soit un niveau proche de la moyenne OCDE et supérieur à celui des États-Unis[6]. Le retard français ne semble donc pas provenir principalement d'une absence de recherche publique.

Un paradoxe français : beaucoup d'aides à l'innovation, mais relativement peu de R&D privée

Le paradoxe français apparaît lorsqu'on rapproche l'effort de R&D des entreprises du soutien public qui lui est consacré. **La France figure parmi les pays de l'OCDE qui mobilisent le plus fortement l'outil fiscal pour soutenir la recherche privée : en 2023, les incitations fiscales à la R&D représentaient environ 0,28 % du PIB, soit l'un des niveaux les plus élevés de l'OCDE[7].**

Le crédit d'impôt recherche (CIR) est au cœur de ce modèle. Créé en 1983 puis profondément réformé dans les années 2000, il représente désormais de l'ordre de 8 milliards d'euros par an. La question n'est donc pas seulement de savoir combien l'État dépense, mais dans quelle mesure cette dépense est efficace. Un crédit d'impôt réduit le coût privé de la recherche, mais il peut aussi soutenir des projets qui auraient été réalisés en son absence. L'indicateur pertinent est donc l'additionnalité : lorsqu'un euro public est mobilisé, combien d'euros supplémentaires de R&D privée sont effectivement générés ?

Les évaluations disponibles concluent à un effet positif du CIR sur la R&D, mais invitent à nuancer son efficacité. Les travaux synthétisés par France Stratégie estiment qu'un euro supplémentaire de CIR génère, en moyenne, environ un euro de R&D supplémentaire (certaines estimations obtiennent un multiplicateur de 1,3 à 1,5). Mais les effets sont hétérogènes : un fort impact pour les PME, mais pas pour les ETI et les grandes entreprises. L'enjeu n'est donc pas de remettre en cause le soutien public à la recherche, mais d'en améliorer le ciblage afin de concentrer davantage les moyens là où leur effet marginal est le plus élevé.[8]

Le problème ne s'arrête toutefois pas au volume de recherche. Une innovation ne devient un gain de productivité que si elle franchit plusieurs étapes : développement technologique, industrialisation, puis financement de la croissance. C'est précisément à ce stade que l'écart avec les États-Unis devient particulièrement visible. Le rapport Draghi souligne **qu'entre 2008 et 2021, près de 30 % des licornes européennes – c'est-à-dire des start-up non cotées valorisées à plus d'un milliard de dollars – ont transféré leur siège à l'étranger, principalement vers les États-Unis[9].** L'écart apparaît surtout au moment du scale-up : si les montants levés restent relativement proches durant les premières années, dix ans après leur création, les scale-ups européennes ont levé environ 50% de capital en moins que leurs homologues de la Silicon Valley [10].

Une entreprise peut naître en France, s'appuyer sur des laboratoires, des chercheurs et des aides publiques françaises, puis chercher ailleurs les capitaux nécessaires à son développement. Lorsqu'elle déplace ensuite une partie de ses activités, de sa propriété intellectuelle ou de son industrialisation, une partie des bénéfices de l'investissement initial quitte avec elle le territoire. Le numérique illustre bien cette difficulté. L'Europe utilise massivement les technologies de

cloud, d'intelligence artificielle ou de semi-conducteurs, mais les entreprises qui dominent ces marchés sont pour l'essentiel américaines ou asiatiques. Nous profitons donc de ces innovations comme utilisateurs, sans toujours capter les emplois, les profits et les effets d'apprentissage liés à leur production.

La défense, laboratoire d'une politique d'innovation efficace

L'industrie de défense française est un contre-exemple instructif des difficultés de transformation de la recherche en capacités productives. Les travaux sur l'innovation soulignent depuis longtemps le rôle de la commande publique et des dépenses militaires dans le développement de technologies à usage dual. Le mécanisme est simple : l'État accepte de financer des projets très risqués, offre un horizon de demande suffisamment long et devient souvent le premier acheteur d'une technologie encore immature. Internet, le GPS ou certaines technologies spatiales sont issus, directement ou indirectement, de cette logique.

La France possède aujourd'hui plusieurs atouts pour reproduire ce mécanisme. La loi de programmation militaire 2024-2030 prévoit 413 milliards d'euros de crédits sur sept ans et consacre plus de 40 milliards d'euros à la recherche, au développement et à l'innovation (RDI). Selon des travaux de l'Insee et de la Direction générale de l'armement (DGA), **une hausse de 10 % de la R&D de défense française est associée à une augmentation d'environ 4 % de la R&D civile, ce qui suggère une complémentarité plutôt qu'une éviction systématique entre recherche militaire et recherche civile.**

Le « Pacte drones » en fournit une illustration récente. Lancé par le ministère des Armées en 2024, il met directement en relation la DGA, les forces et les industriels afin de rapprocher besoins opérationnels et capacités de production. Cette démarche a notamment débouché sur une commande de 1 000 micro-drones à Harmattan AI, conçus et assemblés en France et livrés en six mois pour l'exercice Orion 2026. Le programme Chorus pousse cette logique plus loin encore : en associant un industriel de défense à Renault, il transpose les méthodes de la chaîne automobile à la production de drones, avec une capacité visée de 600 unités par mois en cas de besoin.

La France conserve d'ailleurs des positions fortes dans l'aéronautique, le spatial, les missiles, les satellites ou la cybersécurité précisément parce que ces secteurs ont bénéficié pendant plusieurs décennies d'une combinaison relativement stable de recherche, commande publique, financement de long terme et capacités industrielles nationales.

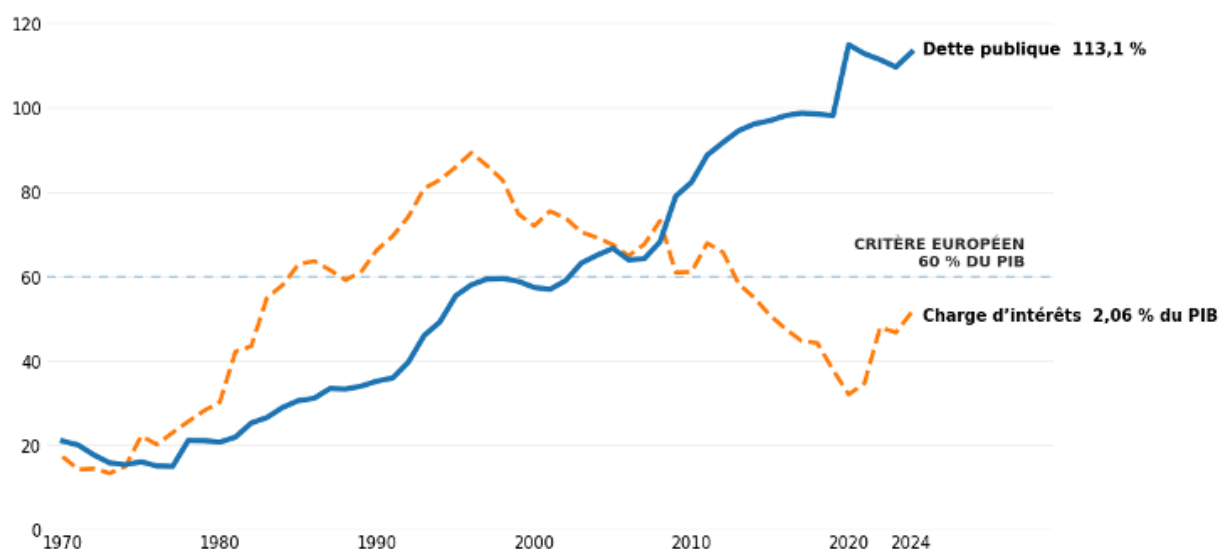
Une dette élevée, mais un mauvais thermomètre

La dette publique française est aujourd'hui accusée de presque tous les maux. Elle pèserait sur notre compétitivité, ferait peser un fardeau sur les générations futures et signalerait aux marchés une fragilité croissante de l'économie française. Avec une dette publique supérieure à 115 % du PIB, la situation mérite évidemment d'être prise au sérieux : hors périodes de guerre ou de crise exceptionnelle, la France évolue à des niveaux d'endettement historiquement très élevés.

Mais encore faut-il regarder le bon indicateur. **Le ratio dette/PIB ne mesure pas directement le poids économique de la dette. Il rapporte en effet un stock – la dette accumulée au fil du temps – à un flux annuel – le PIB produit pendant une année.** Pour comprendre si une dette devient réellement préoccupante, quatre variables sont essentielles : le solde primaire, c'est-à-dire le déficit public hors intérêts de la dette ; le taux d'intérêt effectif payé par l'État ; la croissance nominale de l'économie, elle-même liée à la croissance réelle et à l'inflation ; et, finalement, le niveau initial de la dette.

C'est l'intuition de l'équation classique de dynamique de la dette. Un élément y joue un rôle décisif : l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance, souvent résumé par "r-g". L'idée est assez simple. Si l'économie croît plus vite que le taux auquel l'État se finance, le poids d'une dette donnée tend mécaniquement à diminuer relativement au revenu national. À l'inverse, lorsque le taux d'intérêt dépasse durablement la croissance, la dette exerce une pression croissante sur les finances publiques : il faut alors dégager davantage d'excédents primaires simplement pour stabiliser le ratio d'endettement. Cette distinction est particulièrement importante pour comprendre la trajectoire française.

Figure 3 - Dette et charge d'intérêts : deux trajectoires longtemps dissociées
France, 1970-2024 - dette publique et charge d'intérêts en % du PIB



En 2024, la dette publique atteint 113,1% du PIB tandis que la charge d'intérêts représente 2,06% du PIB.

Source : IMF, Public finances in Modern History Database (December 2025). Note : la charge d'intérêts est multipliée par 25 uniquement à des fins de visualisation.

La Figure 3 met en regard la dette publique française et les intérêts effectivement payés depuis 1970. Elle montre immédiatement les limites d'une lecture exclusivement fondée sur le stock de dette. **Au milieu des années 1990, la dette publique française représentait encore moins de 60 % du PIB, mais sa charge d'intérêts dépassait 3 % du PIB. En 2024, la situation est presque inversée : la dette atteint 113,1 % du PIB, tandis que la charge d'intérêts représente 2,06 % du PIB.** Autrement dit, une dette presque deux fois plus importante relativement au PIB a, jusqu'à récemment, exercé une pression budgétaire plus faible.

Cette apparente contradiction s'explique essentiellement par la baisse historique des taux d'intérêt. Pendant près de vingt ans, les nouvelles émissions ont progressivement remplacé des titres anciens portant des coupons élevés par des obligations beaucoup moins coûteuses. La France a ainsi pu accumuler davantage de dette sans augmentation parallèle de son service. Cela explique aussi pourquoi le seuil européen de 60 % doit être interprété pour ce qu'il est : un critère institutionnel, et non un seuil économique à partir duquel une dette deviendrait mécaniquement insoutenable.

La parenthèse des taux bas se referme

Cette situation est cependant en train de changer. **Pendant près de quinze ans, la France a bénéficié de taux d'intérêt exceptionnellement faibles, qui ont permis de contenir le coût de la dette malgré l'augmentation continue de son encours. Ce régime touche à sa fin.** En 2025, l'État a émis 347,7 milliards d'euros de dette à moyen et long terme pour un coût moyen pondéré de 3,14 %. En 2026, le taux moyen des émissions d'OAT atteint déjà environ 3,47 %, tandis que le taux français à dix ans a dépassé 4 % à la fin du mois d'août.

La conséquence est mécanique : à mesure que la dette ancienne est refinancée à des taux plus élevés, la charge d'intérêts augmente. Elle est prévue à 59,3 milliards d'euros en 2026, après environ 52 milliards en 2025. Pour donner un ordre de grandeur, c'est désormais davantage que les 57,1 milliards d'euros consacrés à la mission Défense. C'est ici que la dette devient un véritable enjeu de compétitivité. Chaque milliard supplémentaire consacré aux intérêts est un milliard qui ne peut pas être utilisé pour financer la recherche, l'université, les infrastructures, la transition énergétique ou l'investissement de défense. Il apparaît ainsi un effet d'éviction budgétaire : la dette passée réduit progressivement la capacité de l'État à financer les dépenses qui préparent la croissance future[11].

Le risque français tient donc moins à l'existence d'un seuil magique de dette qu'à la combinaison de trois éléments : un stock élevé, des taux qui remontent et une croissance potentielle qui ralentit. Lorsque le coût effectif de la dette se rapproche durablement du taux de croissance de l'économie, la dynamique devient beaucoup moins favorable. Et c'est précisément au moment où la France devrait investir davantage pour relever sa productivité qu'une part croissante de ses ressources risque d'être absorbée par le service de la dette.

La dette publique est aussi un actif financier

La dette française est largement internationalisée. Fin 2025, les non-résidents détenaient 54,6 % de la dette de long terme émise par les administrations publiques françaises. Les investisseurs qui achètent les nouvelles obligations assimilables du Trésor (OAT) sont eux-mêmes très diversifiés. Lors de l'émission en février 2026 d'une nouvelle obligation française à trente ans, les titres ont par exemple été répartis entre gestionnaires d'actifs (41 %), institutions officielles (31 %), banques (12 %), assureurs (9 %) et fonds de pension (6 %)[12].

À cela s'ajoute un détenteur particulier : la Banque de France, dont le capital appartient à l'État. Les programmes d'achats de l'Eurosystème l'ont conduite à

accumuler un portefeuille considérable de titres publics français. Fin 2025, elle en détenait encore environ 546 milliards d'euros au titre du PSPP et du PEPP, soit un ordre de grandeur équivalent à 20 % de la dette négociable de l'État. Ces portefeuilles diminuent désormais progressivement, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les titres arrivant à échéance.

Surtout, les OAT jouent un rôle central dans le fonctionnement des marchés financiers. Elles peuvent être revendues facilement, servent de collatéral dans de nombreuses opérations de financement et constituent un actif de référence pour les banques et les investisseurs institutionnels. La littérature parle à ce titre de *safe assets* : des actifs suffisamment sûrs et liquides pour fournir au système financier un véritable service de liquidité[13].

Il faut donc distinguer le prix auquel la France s'endette de sa capacité à trouver des acheteurs. La remontée des taux signifie que les investisseurs exigent désormais une rémunération plus importante pour détenir de la dette française ; elle ne signifie pas, à ce stade, qu'ils refusent de l'acheter. Les adjudications récentes montrent même une demande très supérieure aux montants proposés. Le 20 août 2026, par exemple, l'État a placé 12,5 milliards d'euros d'OAT : selon les maturités, les investisseurs avaient présenté entre 2,7 et 3,7 euros de demandes pour chaque euro finalement adjugé.

Les émissions exceptionnelles donnent une image encore plus spectaculaire de cette profondeur de marché. En février 2026, pour une nouvelle OAT à échéance 2057, l'État souhaitait lever 8 milliards d'euros : le carnet d'ordres a dépassé 135 milliards, provenant de près de 450 investisseurs. Autrement dit, **même pour prêter à la France pendant plus de trente ans à un rendement de 4,44 %, la demande représentait près de 17 fois le montant finalement émis. En janvier, une émission à vingt ans de 10 milliards avait déjà suscité plus de 106 milliards d'euros de demandes.**

Il serait donc excessif de présenter la France comme un État qui aurait aujourd'hui des difficultés à financer sa dette. Le signal envoyé par les marchés est plus subtil : ils continuent à acheter massivement la dette française, mais demandent progressivement un prix plus élevé pour le faire.

Le paradoxe de l'épargne française

La France présente un paradoxe assez peu discuté. Elle est à la fois un pays très endetté et un pays qui épargne beaucoup. Le problème n'est donc pas seulement le volume de ressources disponibles dans l'économie, mais la manière dont elles circulent entre les ménages, l'État et les entreprises.

L'épargne des ménages reste en effet exceptionnellement élevée. Au troisième trimestre 2025, leur flux net d'épargne financière atteignait environ 134 milliards d'euros sur douze mois, contre près de 103 milliards par an en moyenne entre 2015 et 2019. Sur la même période, l'assurance-vie et l'épargne retraite ont reçu à elles seules 76,5 milliards d'euros de flux nets. La France ne manque donc pas d'épargne longue potentielle.

Or cette abondance ne se traduit pas automatiquement par davantage de fonds propres pour les entreprises françaises. Une grande partie de l'épargne des ménages est placée sur des produits liquides, garantis ou faiblement risqués, ou transite par des intermédiaires financiers dont les portefeuilles sont largement diversifiés à l'échelle internationale. Du point de vue macroéconomique, cela signifie qu'un euro épargné en France n'est pas nécessairement un euro investi dans une entreprise française, une infrastructure française ou une technologie développée en France.

C'est pourtant précisément ce type de financement dont l'économie française a besoin. Les investissements dans l'intelligence artificielle, le quantique, les biotechnologies, ou les infrastructures peuvent exiger dix ou quinze ans avant d'atteindre leur pleine rentabilité. Ils nécessitent donc du capital patient, capable d'accepter un horizon beaucoup plus long que celui d'un placement liquide ou d'un financement bancaire traditionnel.

Cette question est directement liée à celle de la dette publique. Chaque année, l'État français mobilise plusieurs centaines de milliards d'euros sur les marchés pour couvrir son déficit et refinancer les titres arrivant à échéance. Dans le même temps, les ménages accumulent une épargne financière considérable. Une partie de l'épargne disponible finance donc directement ou indirectement la dette publique, alors que les entreprises innovantes expliquent régulièrement manquer de financements au moment de leur changement d'échelle.

CONCLUSION

Le vrai risque français

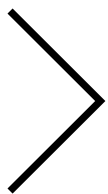
La France n'est pas confrontée à trois problèmes séparés – productivité, compétitivité et dette – mais à un même déséquilibre qui se renforce lui-même.

Le ralentissement de la productivité réduit la croissance potentielle. Une croissance plus faible rend la dette plus difficile à stabiliser et limite la progression des recettes publiques. Dans le même temps, la hausse de la charge d'intérêts réduit les marges de manœuvre budgétaires disponibles pour financer précisément les dépenses susceptibles de relever la croissance future : recherche, innovation, enseignement supérieur, infrastructures ou transition énergétique.

Le risque français est donc moins celui d'une crise brutale que celui d'une érosion progressive de la capacité productive. Une économie qui investit insuffisamment, transforme mal sa recherche en innovations industrielles et oriente imparfaitement son épargne vers le capital productif finit par croître moins vite. Elle supporte alors plus difficilement une dette pourtant accumulée pour partie afin de préserver son modèle économique et social.

C'est pourquoi la réponse ne peut pas consister à opposer deux objectifs : d'un côté la réduction de la dette, de l'autre la compétitivité. Ces deux objectifs sont liés. Une consolidation budgétaire mal conçue peut améliorer les comptes publics à court terme tout en affaiblissant la base productive qui permettra de les stabiliser demain. À l'inverse, préserver toute dépense au nom de la croissance serait tout aussi peu crédible : une dépense publique n'est productive que si son rendement économique ou collectif est réel et évalué.

La question centrale devient donc celle de la composition. Composition de la dépense publique, entre dépenses courantes et investissements d'avenir. Composition du soutien à l'innovation, entre aides peu additionnelles et dispositifs réellement déclencheurs d'investissement. Composition de l'épargne, entre actifs liquides et financement du capital productif. Composition enfin de l'ajustement budgétaire lui-même. C'est à partir de là que peut être formulée une stratégie cohérente : réduire les déséquilibres sans réduire les capacités du pays à croître.



Trois propositions pour reconstruire la capacité productive française

PROPOSITION 1

Changer notre thermomètre budgétaire : joindre un stress test souverain à chaque budget

La France doit réduire sa dette. Mais 115 % du PIB ne dit pas, à lui seul, si cette dette est soutenable. Deux pays peuvent avoir exactement le même niveau d'endettement et être exposés à des risques très différents. Tout dépend du taux auquel ils empruntent, de leur croissance, de la durée de leur dette et du montant qu'ils doivent refinancer chaque année.

C'est d'ailleurs déjà ainsi que raisonnent la Commission européenne et le FMI dans leurs analyses de soutenabilité : ils soumettent les trajectoires de dette à différents chocs de taux d'intérêt ou de croissance. Mais ces exercices restent cantonnés au cercle des experts. Dans le débat institutionnel européen, les deux valeurs de référence restent 3 % du PIB pour le déficit et 60 % pour la dette. Or ces seuils ne disent rien sur ce qui arriverait aux finances publiques si les taux restaient durablement élevés ou si la croissance venait à décevoir.

Idée : joindre un stress test souverain à chaque budget



PRINCIPE

Chaque projet de loi de finances serait accompagné d'un stress test de la dette française à cinq et dix ans. À côté de la trajectoire officielle, quelques scénarios simples seraient systématiquement testés : des taux durablement plus élevés, une croissance plus faible qu'attendu, puis la combinaison des deux. Pour chacun, cinq indicateurs suffiraient : dette/PIB, charge d'intérêts, part des recettes absorbée par les intérêts, besoins de refinancement et solde primaire nécessaire pour stabiliser la dette.

Le stress test permettrait surtout de rendre visible une mécanique aujourd'hui mal comprise. Une hausse des taux ne renchérit pas immédiatement les quelque 3 000 milliards d'euros de dette publique : elle se transmet progressivement, au

rythme des nouvelles émissions et du refinancement des titres arrivant à échéance. Le risque est donc moins celui d'un choc instantané que celui d'une montée en charge silencieuse, année après année. C'est précisément ce que cet exercice donnerait à voir : non seulement combien la France doit, mais à quels chocs ses finances publiques peuvent réellement résister.



COMMENT LE METTRE EN OEUVRE ?

Il n'est pas nécessaire de créer une nouvelle administration. L'Agence France Trésor connaît déjà les échéances, les maturités et les conditions de financement de la dette de l'État. Le Gouvernement produit les hypothèses de taux et de croissance du budget. Le Haut Conseil des finances publiques pourrait expertiser les hypothèses retenues. La réforme consisterait simplement à rassembler ces informations dans un exercice standardisé, public et comparable d'une année sur l'autre, annexé au budget et débattu au Parlement.

La France pourrait ainsi proposer une évolution simple du cadre budgétaire européen : ne plus regarder seulement le niveau de la dette, mais aussi sa résilience.

Nous stress-testons les banques pour savoir si elles résisteraient à une crise. Nous devrions faire la même chose avec les finances publiques.

PROPOSITION 2

Réorienter l'épargne française vers le capital productif

La France ne manque pas d'épargne. Les encours du Livret A et du LDDS dépassent 600 milliards d'euros, et l'assurance-vie plus de 2 000 milliards. Le problème est qu'une part encore insuffisante de cette épargne finance le capital patient dont nos entreprises ont besoin pour changer d'échelle. La puissance publique dispose déjà d'un levier : la fiscalité de l'épargne. L'enjeu n'est pas de contraindre les Français à investir, mais de mieux orienter les avantages existants vers les placements qui acceptent réellement le temps long et financent davantage les fonds propres des entreprises.

Idée : récompenser fiscalement l'épargne qui finance le temps long

PRINCIPE

À avantage public comparable, l'épargne qui accepte le temps long devrait être davantage encouragée que l'épargne immédiatement disponible. La France l'avait déjà compris avec le CODEVI, créé pour orienter une épargne bénéficiant d'un cadre fiscal privilégié vers le financement des entreprises. Mais le besoin a changé. Aujourd'hui, le principal manque n'est plus seulement le crédit bancaire mais les fonds propres capables d'accompagner une entreprise pendant plusieurs années, au moment où elle doit industrialiser, construire une usine ou changer d'échelle.

La proposition consiste donc à réorienter progressivement la fiscalité de l'épargne en faveur du capital patient : plus un placement est conservé longtemps et finance directement les fonds propres des entreprises françaises ou européennes, plus son traitement fiscal pourrait être favorable.

COMMENT L'APPLIQUER ?

Un compartiment « Capital productif de long terme » pourrait être créé dans l'assurance-vie et le PER. Il regrouperait des fonds diversifiés investissant principalement dans des entreprises françaises et européennes en croissance, l'industrialisation de technologies stratégiques et certaines infrastructures de long terme.

L'incitation serait simple : les nouveaux versements conservés suffisamment longtemps dans ce compartiment pourraient bénéficier d'un avantage fiscal

légèrement renforcé, ou d'une bonification de l'avantage existant, en contrepartie d'une durée minimale de détention et de critères précis d'investissement productif. Le choix resterait entièrement volontaire pour l'épargnant.

Cette réforme devrait également agir sur les frais. Il serait peu cohérent d'accorder un avantage fiscal supplémentaire si celui-ci était ensuite absorbé par les coûts d'intermédiation. Les fonds éligibles devraient donc respecter une transparence renforcée et un plafond de frais cumulés. L'argent public doit rémunérer le temps et le risque pris par l'épargnant, pas la multiplication des intermédiaires.

Une première cible pourrait être fixée à 5 milliards d'euros de nouveaux encours sur trois ans. Elle serait suffisamment faible au regard de l'épargne financière française pour expérimenter le dispositif sans bouleverser son allocation, mais suffisamment importante pour mesurer son efficacité. Si les résultats sont concluants, l'objectif pourrait ensuite être porté progressivement à 10 puis 20 milliards d'euros.

La logique est donc différente d'une mobilisation administrée de l'épargne. L'État ne déciderait pas à la place des Français où placer leur argent. Il cesserait simplement d'accorder exactement le même soutien fiscal à des placements qui ne rendent pas le même service à l'économie productive.

La France n'a pas besoin que les Français épargnent davantage. Elle a besoin qu'une fraction plus importante de cette épargne accepte le temps long.

PROPOSITION 3

Transformer France 2030 en véritable politique de planification productive

Doté de 54 milliards d'euros, France 2030 intervient de la recherche à l'industrialisation et cible des secteurs stratégiques : nucléaire, hydrogène, batteries, semi-conducteurs, technologies numériques, etc. Il ne s'agit donc pas de créer un nouveau plan, mais de changer la manière dont France 2030 pilote l'investissement productif.

Aujourd'hui, le programme repose encore largement sur des stratégies sectorielles et des appels à projets. Cette méthode est utile pour faire émerger des innovations : l'État fixe une priorité et sélectionne les projets les plus prometteurs. Elle devient moins adaptée lorsqu'il faut construire une filière complète, depuis le laboratoire jusqu'à la production en série.

Idée : passer d'une logique de projets à une logique de capacités



PRINCIPE

Pour un nombre limité de technologies stratégiques, France 2030 commencerait par définir la capacité que la France veut effectivement posséder dans dix ans.

Pour les semi-conducteurs, la question ne serait plus seulement de savoir combien de projets de R&D ont été financés, mais quelles catégories de puces nous voulons pouvoir concevoir et produire en France ou en Europe, et à quelle échelle. Pour l'intelligence artificielle, on suivrait la puissance de calcul réellement disponible sur le territoire. Pour la santé, les capacités de bioproduction et de fabrication de médicaments critiques. Chaque priorité ferait l'objet d'un contrat de capacité à dix ans comportant trois éléments très simples : une situation de départ, une cible industrielle vérifiable et quelques indicateurs publics, comme la capacité de production installée, la dépendance aux importations, ou l'investissement privé déclenché.



COMMENT L'APPLIQUER ?

Une fois la cible fixée, l'État mobiliserait l'ensemble des instruments nécessaires pour l'atteindre : recherche, fonds propres pour le changement d'échelle, formation et, lorsque cela est pertinent, commande publique.

Certains outils existent déjà. Le fonds SPI, conçu pour financer l'industrialisation et les capacités de production, a ainsi été prolongé par SPI2 dans le cadre de France 2030, avec une taille cible d'un milliard d'euros. L'enjeu est de faire de cette logique capacitaire le principe de pilotage du programme, et non plus un instrument parmi d'autres. Enfin, l'évaluation devrait changer de nature. France 2030 ne devrait pas être jugé principalement sur le montant des crédits engagés ou le nombre de projets soutenus, mais sur ce qui existe réellement cinq ou dix ans plus tard.

Planifier ne signifie pas choisir à l'avance les entreprises gagnantes. Cela signifie décider des capacités dont la France ne veut plus dépendre demain.

Calculs et graphiques

Maxime Menuet - GREDEG

Sources et références

- [1] Syverson, C. (2011), "What Determines Productivity?", *Journal of Economic Literature*, 49(2), 326-365.
- [2] Cette, G., Corde, S. & Lecat, R. (2017). "Stagnation of productivity in France: A legacy of the crisis or a structural slowdown?" *Economie et Statistique*, 494-495-496, 11-36.
- [3] Cerra, V. & Saxena, S. C. (2008), "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *American Economic Review*, 98(1), 439-457.
- [4] Schreiber, A. et Vicard, A. (2011), "La tertiarisation de l'économie française et le ralentissement de la productivité entre 1979 et 2008", Insee, *L'économie française - Comptes et dossiers, comptes nationaux, base 2005*.
- [5] Romer, P. M. (1990), "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, 98(5), Part 2, S71-S102. Aghion, P. & Howitt, P. (1992), "A Model of Growth Through Creative Destruction", *Econometrica*, 60(2), 323-351.
- [6] Source : OCDE, *Main Science and Technology Indicators (MSTI)*, base consultée en 2026
- [7] OECD (2025), *Corporate Tax Statistics 2025*, OECD Publishing, Paris.
- [8] Bozio, A., Cottet, S. & Py, L. (2019), *Évaluation d'impact de la réforme 2008 du crédit impôt recherche*, Rapport IPP n°22 ; Harfi, M. & Lallement, R. (2021), *Évaluation du crédit d'impôt recherche*, CNEPI-France Stratégie.
- [9] Les entreprises américaines captent 61 % du financement mondial des start-up d'intelligence artificielle, contre seulement 6 % pour celles de l'Union européenne ; dans le quantique, l'écart est de 50 % contre 5 %. Draghi, M. (2024), *The Future of European Competitiveness: A Competitiveness Strategy for Europe*, European Commission, September 2024.
- [10] European Investment Bank (2024), *The Scale-up Gap: Financial Market Constraints Holding Back Innovative Firms in the European Union*, EIB, 24 July 2024.
- [11] Dans un article récent, nous montrons que l'accumulation de la dette est une explication de la faible productivité ! Donnat, Grégory, et al. *Does Public Debt Impair Total Factor Productivity?*. Working Paper GREDEG No. 2025-26
- [12] Banque de France, *Émission et détention de titres français - 4e trimestre 2025*, Stat Info, 15 avril 2026.
- [13] C'est l'intuition développée notamment par Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen. "The aggregate demand for treasury debt." *Journal of Political Economy* 120.2 (2012): 233-267.

L'AUTEUR



Maxime Menuet
Professeur des Universités,
Université Côte d'Azur
Institut Universitaire de France

Maxime Menuet est professeur des Universités en sciences économiques à Université Côte d'Azur, membre du GREDEG. Ses travaux se situent au croisement de la macroéconomie et de l'économie politique, avec un intérêt particulier pour les dynamiques de la dette publique, la soutenabilité budgétaire, la croissance économique et les mécanismes institutionnels et politiques qui orientent les choix collectifs. Il publiera en février 2027 aux Éditions du Cerf *La Grande Nausée. Capitalisme et mal-être*, un essai consacré aux effets du capitalisme contemporain sur notre rapport au monde.

Titulaire d'un doctorat en économie, il a également été nommé membre junior de l'Institut universitaire de France, en 2026 et figure parmi les trois économistes nommés au Prix du Meilleur Jeune Économiste, distinction décernée par Le Monde et le Cercle des économistes.

Publications

From Stocks to Flows : Debt Service and Fiscal Sustainability

Barry Eichengreen, Maxime Menuet et Gregory Donnat, **NBER Working Paper No. 35459**, 2026.

The Perils of Fiscal Feedback Rules

Maxime Menuet, Alexandru Menia et Patrick Vilieu, **Journal of Economic Theory**, vol.220, 105857, 2024.

Do conservative Central Bankers Weaken the Chances of Conservative Politicians?

Maxime Menuet, Hugo Oriola et Patrick Milieu, **Social Choice and Welfare**, vol. 62, pp. 681 - 738, 2024.

Deficit, Monetization, and Economic Growth : A Case for Multiplicity and Indeterminacy

Maxime Menuet, Alexandru Minea et Patrick Vilieu, **Economic Theory**, vol. 65, n°4, pp. 819-853, 2018.

Un "fardeau" de la dette publique ? Les limites du concept de soutenabilité

Maxime Menuet et Patrick Vilieu, **Revue d'économie financière**, n°146, pp. 139-164, 2022.



LABORATOIRE GREDEG

Groupe de recherche en droit, économie et gestion

Le GREDEG est une Unité Mixte de Recherche sous la double tutelle du Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS) et d'Université Côte d'Azur, réunissant chercheurs et enseignants-chercheurs de plusieurs institutions, dont l'INRIA, SKEMA Business School et Université Côte d'Azur.

Ses recherches portent principalement sur l'innovation et la connaissance, en croisant les approches économique, juridique, managériale et sociologique. Le laboratoire se distingue ainsi par une forte pluridisciplinarité et par des collaborations avec d'autres domaines scientifiques, notamment les sciences du vivant, la physique, les mathématiques et l'informatique.

Le GREDEG est notamment rattaché aux Écoles Universitaires de Recherches, CREATES, DS4H, ELMI ET LEXSOCIETY.

UNIVERSITÉ CÔTE D'AZUR



Université Côte d'Azur est une université pluridisciplinaire de recherche, implantée sur l'ensemble du territoire azuréen. Créée en 2015, elle réunit de nombreux acteurs académiques, scientifiques et socio-économiques autour d'une ambition commune : faire de la Côte d'Azur un territoire d'excellence en matière de formation, de recherche et d'innovation.

Labellisée Initiative d'Excellence (IdEx) depuis 2016, elle figure parmi les 9 universités françaises intensives en recherche et se distingue par son ouverture internationale, son approche transdisciplinaire et son ancrage territorial.

Elle rassemble aujourd'hui plus de 35 000 étudiants, 3 500 personnels et plus de 50 laboratoires et unités de recherche, auxquels s'ajoute un réseau de plus de 300 000 alumni. Son rayonnement international repose notamment sur 860 partenaires internationaux répartis dans plus de 80 pays.

De Cannes à Menton, Université Côte d'Azur est présente à travers 14 campus. Cette proximité avec le territoire favorise les collaborations avec les entreprises, les collectivités et institutions autour de domaines variés : santé, environnement, numérique, intelligence artificielle, transitions des territoires, ou encore industries culturelles et créatives.



LA FONDATION UNIVERSITÉ CÔTE D'AZUR

*Aujourd'hui,
Je soutiens l'avenir !*



RAISON D'ÊTRE

La Fondation Université Côte d'Azur est à la croisée des chemins entre les besoins de la société et les attentes du marché, mettant la connaissance, l'innovation et la recherche de l'Université au service du territoire azuréen. Nous sommes un moteur d'innovation et d'impact, portés par une ambition : bâtir une société plus inclusive et tournée vers le collectif, où chaque talent peut exprimer son plein potentiel.

En cultivant un esprit de solidarité et d'engagement citoyen, la Fondation s'appuie sur la générosité de ses donateurs qui ensemble valorisent l'engagement philanthropique comme levier de transformation pour avenir meilleur.

AXES STRATÉGIQUES 2027-2032



La Fondation Université Côte d'Azur : un partenaire de choix dans l'excellence et l'innovation pour un écosystème territorial attractif et dynamique.

La Fondation Université Côte d'Azur est un acteur majeur du développement de la recherche, de l'enseignement et de l'innovation sur le territoire azuréen. Elle soutient les projets les plus ambitieux et les plus novateurs dans tous les domaines du savoir, en s'appuyant sur une communauté académique de haut niveau et un réseau de partenaires engagés autour de quatres axes :

- **Bien-être & Santé**
- **Environnement & Durabilité**
- **Talents & Impact**
- **Patrimoine Vivant & Innovant**

DEPUIS 2017



+8M€
de dons
cumulés



+140
mécènes et
partenaires
privés



+155%
de croissance
annuelle entre
2017 et 2025



+1000
étudiants
soutenus



+90
projets (chaires,
programmes,
fondations abrités)



Contact

Benjamin SEROR

Directeur Général Fondation Université Côte d'Azur

Directeur de Cabinet Université Côte d'Azur

benjamin.seror@univ-cotedazur.fr

www.fondation-unica.org