

Dette publique: jusqu'où les États peuvent-ils aller ?

Chère Cliente,
Cher Client,

Après trente-huit années d'activité dans le domaine financier, dont vingt-huit ans en qualité d'associé de Bordier & Cie, j'ai souhaité partager avec vous, deux à trois fois par an, quelques réflexions personnelles sur un sujet macro-économique.

La dette publique est devenue l'un des sujets économiques majeurs de notre époque. Comme beaucoup, j'ai longtemps été élevé dans l'idée que l'endettement constituait une source inévitable de fragilité et, à terme, de crise. Pourtant, force est de constater que l'explosion de la dette publique mondiale n'a, jusqu'ici, pas profondément modifié la perception des investisseurs quant à la capacité des États à servir les intérêts de leur dette et, un jour, à en rembourser le principal.

La véritable question n'est donc plus seulement de savoir si la dette publique est élevée. Elle est plutôt de déterminer jusqu'à quel niveau elle peut continuer à croître sans remettre en cause la stabilité économique, financière et politique des États.

Il m'a semblé intéressant d'aborder ce phénomène avec un double regard, à la fois historique et macroéconomique. Pour cela, j'ai choisi de me concentrer plus particulièrement sur quatre pays: les États-Unis, pour leur taille et leur rôle central dans le système financier mondial; la France et le Royaume-Uni, pour leur importance en Europe et la complexité de leurs situations budgétaires; enfin la Suisse, parce que le cœur de notre activité s'y trouve et qu'elle constitue un cas à part dans le paysage international.

Après quarante années de baisse structurelle des taux d'intérêt, les États ont progressivement pris l'habitude de financer déficits, dépenses sociales, crises économiques et programmes d'investissement par l'endettement. La crise financière de 2008, la pandémie de Covid-19, la crise énergétique consécutive à la guerre en Ukraine, puis la remontée des dépenses militaires ont encore accéléré ce mouvement.

Selon le Fonds Monétaire International, la dette publique mondiale devrait dépasser 100 000 milliards de dollars en 2026, soit environ 95 % du Produit Intérieur Brut « PIB » mondial, et franchir le seuil de 100 % du PIB d'ici à 2030. Ces chiffres ont de quoi inquiéter, surtout lorsqu'on les observe depuis une perspective suisse, naturellement marquée par une culture de prudence budgétaire. Mais le monde est, de toute évidence, de moins en moins suisse dans sa manière d'aborder la dette.

Le contexte historique

La dette publique trouve en grande partie son origine dans le financement des guerres, entre le XVe et le XVIIIe siècle. À cette époque, les défauts souverains sont fréquents. On observe toutefois déjà une constante qui traversera les siècles: plus un État est puissant, organisé et crédible, plus il inspire confiance à ses créanciers.

Après un XIXe siècle souvent présenté comme un âge d'or de la discipline budgétaire, les deux guerres mondiales remettent profondément en cause cet équilibre. À la fin de la Seconde Guerre mondiale, de nombreux États atteignent des niveaux d'endettement extrêmes. Pourtant, aucune crise généralisée de la dette ne se produit. Plusieurs facteurs l'expliquent: mise en place d'un système de contrôle de la courbe des taux aux États-Unis par le Trésor et la Réserve Fédérale, une inflation durablement supérieure aux taux servis sur les obligations d'État, ce qui réduit la valeur réelle de la dette; une croissance particulièrement forte pendant les Trente Glorieuses; enfin, le baby-boom, qui accroît rapidement la population active et améliore la dynamique des finances publiques.

Le retour de la dette à partir des années 1980 tient à plusieurs facteurs: la mondialisation, la montée des dépenses sociales, mais aussi l'illusion progressive d'un coût presque nul de l'endettement. La baisse régulière des taux d'intérêt pendant près de quarante ans a profondément modifié le comportement des gouvernements. Plus récemment, la crise financière de 2008, puis le choc du Covid-19, ont renforcé l'idée que l'État devait intervenir massivement en période de crise, avec l'appui des banques centrales.

La situation actuelle

Les projections du FMI illustrent l'ampleur du phénomène. Hors Suisse, les grandes économies développées considérées ici affichent toutes une dette publique supérieure à 100 % du PIB, avec une trajectoire encore ascendante à moyen terme.

Dette publique et solde budgétaire

Estimations 2026 et projection à l'horizon 2030, en % du PIB

Pays	Dette publique 2026	Projection 2030*	Solde budgétaire 2026
États-Unis	126 %	138–140 %	–7 %
France	118 %	125–130 %	–5,5 %
Royaume-Uni	104 %	110 %	–4 %
Suisse	38 %	35–40 %	0 % à +1 %

Source de référence: FMI, World Economic Outlook, avril 2026.

En dehors de la Suisse, aucun de ces États ne peut rester indifférent à l'évolution de sa dette publique. La difficulté tient toutefois à la nature même des dépenses concernées. Réduire fortement les prestations sociales, les retraites ou les dépenses de santé est politiquement très difficile dans les démocraties contemporaines. Pour l'instant, le monde politique semble souvent attendre qu'une crise impose les ajustements qui ne peuvent être décidés volontairement.

Le tableau suivant illustre la structure des principales dépenses publiques par pays.

Principales fonctions de dépenses publiques, en % du PIB

Fonction (% du PIB)	États-Unis	Royaume-Uni	France	Suisse
Protection sociale	13 %	16 %	24 %	11 %
Santé	7 %	8 %	8 %	5 %
Éducation	4 %	5 %	5 %	5 %

Source: Données OCDE / COFOG

Nous sommes donc clairement dans la majeure partie des économies occidentales en période de surendettement et les dépenses concernent davantage la redistribution ou la santé pour des moteurs directs de croissance.

Les différences fondamentales entre les épisodes historiques de surendettement et la situation actuelle résident dans deux éléments: d'une part, la faiblesse relative de la croissance des économies développées; d'autre part, le rôle beaucoup plus structuré et coordonné des banques centrales et des États.

Afin de mieux comprendre ces dynamiques, il est utile d'examiner plus précisément la situation des quatre pays.

Le Royaume-Uni

Avec une dette supérieure à 100 % du PIB, le Royaume-Uni se situe à un niveau historiquement élevé. Depuis les années 1980, le pays a progressivement remplacé une partie importante de son industrie par des services, en particulier financiers. Or, depuis la crise de 2008, la contribution de ce modèle à la croissance s'est affaiblie. La productivité britannique stagne depuis près de vingt ans, ce qui limite sérieusement le potentiel de croissance du pays et, par conséquent, ses recettes fiscales futures.

Le Royaume-Uni fait également face à deux contraintes supplémentaires. La première est liée aux effets du Brexit, qui ont accru les frictions commerciales, pesé sur certains investissements étrangers et accentué les pénuries de main-d'œuvre dans plusieurs secteurs. La seconde tient au vieillissement de la population, phénomène désormais mondial, qui impose de financer davantage de retraites et de dépenses de santé.

La France

La France présente une dette plus élevée que celle de nombreux pays européens et demeure l'un des États-providence les plus développés au monde. Les dépenses publiques représentent plus de la moitié du PIB et le financement des retraites plus de 14 % (contre 11,6 % en Allemagne). Un niveau presque unique parmi les économies développées, alors même que le nombre d'actifs par retraité continue de diminuer. À système inchangé, cette charge s'alourdira mécaniquement et pèsera de plus en plus sur les générations en activité. Trois voies sont envisageables : revaloriser les pensions moins vite que les prix, allonger la durée du travail (64 ans en France en 2030, contre 67 ans en Allemagne dès 2031 et au Royaume-Uni dès 2028), ou repenser l'architecture même du système en développant un véritable pilier par capitalisation, à l'image du modèle suisse. Aucune de ces options n'est indolore, mais l'inaction est probablement la plus coûteuse. Dans le même temps, la croissance reste faible et le système politique paraît souvent paralysé par l'absence de solutions suffisamment crédibles et acceptables pour sortir durablement de cette trajectoire.

Malgré plusieurs réformes récentes, le chômage conserve une dimension structurelle, le marché du travail reste relativement rigide et la dynamique des déficits publics demeure parmi les plus négatives et les plus inquiétantes. La démographie, longtemps plus favorable que dans le reste de l'Union européenne grâce à une politique familiale active, se détériore également. Le ralentissement de la natalité et le vieillissement de la population dégradent progressivement le rapport entre actifs et retraités, ce qui pèse sur les finances sociales. Des choix et des décisions politiques importants se profilent, ce qui rend déterminantes les élections présidentielles de 2027.

Les États-Unis

Le niveau d'endettement des États-Unis est particulièrement élevé et peut sembler préoccupant. Le pays dispose toutefois d'atouts considérables. Sa croissance demeure supérieure à celle de la plupart des économies développées, grâce à une démographie relativement plus favorable, un marché du travail flexible, une capacité d'innovation exceptionnelle et un leadership technologique difficilement comparable.

La croissance reste, politiquement, la manière la plus simple de sortir d'une situation de surendettement. C'est sur elle que les présidents successifs s'appuient pour financer à la fois les dépenses sociales, les investissements stratégiques et les dépenses militaires. Dans ce contexte, le leadership technologique est devenu pour les États-Unis une question presque existentielle.

À mesure que la désindustrialisation transforme l'économie américaine et que certains secteurs traditionnels ne suffisent plus à générer la croissance nécessaire, la technologie occupe une place croissante dans le modèle économique du pays. On comprend mieux, dans cette perspective, l'intensité de la rivalité entre les États-Unis et la Chine dans les domaines de l'intelligence artificielle, des semi-conducteurs, des plateformes numériques et des technologies critiques.

Les États-Unis bénéficient par ailleurs du privilège du dollar. Celui-ci reste la principale monnaie de réserve mondiale, la première monnaie de transaction internationale et un actif refuge. Tant que cette situation perdure, les États-Unis conservent une capacité d'endettement exceptionnelle. Les investisseurs n'achètent pas seulement la dette américaine parce qu'ils croient à la solidité budgétaire du pays ; ils l'achètent aussi parce qu'il n'existe aujourd'hui aucune alternative offrant une profondeur de marché, une liquidité et un cadre juridique comparables.

Cela ne signifie pas pour autant que les États-Unis puissent défier indéfiniment les lois budgétaires fondamentales. Leur marge de manœuvre est plus grande que celle des autres pays, notamment sur le front des prélèvements/recettes (30% du PIB vs 52% pour la France ou 38% pour le Royaume-Uni), mais elle n'est pas illimitée.

La Suisse

La Suisse constitue une exception remarquable dans le panorama mondial. Grâce au frein à l'endettement et à une culture politique profondément attachée à la prudence budgétaire, la dette publique reste proche de 30 % du PIB. Le pays bénéficie ainsi de l'un des meilleurs profils budgétaires du monde développé.

La Suisse dispose également de forces structurelles importantes: un marché du travail flexible, une discipline fiscale reconnue, des institutions stables, une forte compétitivité et des excédents extérieurs récurrents. Elle fait ainsi partie des rares pays de l'OCDE où l'économie croît plus vite que l'endettement public, même si sa croissance demeure modérée, grâce au respect du frein à l'endettement depuis 2003.

Paradoxalement, en cas de crise de la dette dans plusieurs grands pays, la Suisse pourrait toutefois devenir victime de son propre statut de refuge. Un afflux massif de capitaux vers le franc suisse provoquerait une appréciation de la monnaie, pénalisant les exportations, l'industrie et le tourisme.

Le rôle des banques centrales

Une différence fondamentale entre les grandes crises d'endettement historiques et la situation actuelle réside dans le rôle des banques centrales. Pour la première fois dans l'histoire moderne, celles-ci disposent d'une capacité considérable à acheter la dette de leur propre État, et donc maintenir les taux d'intérêt sous contrôle, et à assurer la liquidité du système financier.

À cela s'ajoute la capacité des États à réagir de façon concertée pour éviter une crise. Nous avons pu le voir pendant la crise de 2008.

Cette évolution réduit fortement le risque d'une crise brutale de financement, mais elle ne fait pas disparaître le problème. Elle le déplace. Le risque n'est plus uniquement celui d'un défaut explicite; il devient aussi celui d'une dépréciation monétaire, d'une inflation plus élevée ou d'une perte progressive de confiance dans la valeur réelle des créances publiques.

Quelles solutions peuvent se dessiner ?

Le surendettement de nombreux États développés constitue sans doute l'un des défis majeurs auxquels nos économies devront faire face au cours des prochaines années. Comme nous l'avons vu, il trouve largement son origine dans la progression de dépenses structurelles — retraites, santé, protection sociale, défense ou transition énergétique — qui sont politiquement difficiles à réduire. Le problème est donc autant politique qu'économique: chacun comprend la nécessité d'un rééquilibrage, mais très peu d'acteurs sont prêts à en assumer le coût électoral.

Cette difficulté est accentuée par la montée de partis et de personnalités populistes, à droite comme à gauche, qui prospèrent souvent sur le refus des contraintes budgétaires. Or, la réduction durable de la dépense publique suppose précisément l'inverse: de la continuité, de la pédagogie et une capacité à arbitrer entre des priorités collectives concurrentes. Dans un tel contexte, il est probable que les ajustements soient repoussés aussi longtemps que les marchés acceptent de financer les déficits.

À court terme, il ne serait donc pas surprenant que des pays comme la France ou le Royaume-Uni privilégient une partie de la solution par la hausse des prélèvements obligatoires. Cette voie est politiquement plus simple qu'une réduction frontale des dépenses, mais elle comporte un risque évident: affaiblir encore la croissance potentielle, alors même que la croissance demeure la manière la moins douloureuse de stabiliser une dette élevée. Le dilemme est donc important: augmenter les impôts peut rassurer temporairement les marchés, mais réduire la capacité de l'économie à absorber la dette dans la durée.

Une autre issue probable réside dans une forme de répression financière plus ou moins explicite: maintenir, lorsque cela est possible, des taux d'intérêt nominaux inférieurs à la croissance nominale afin d'éroder progressivement la valeur réelle de la dette. Cette stratégie a déjà joué un rôle important après la Seconde Guerre mondiale et lors de la crise financière de 2008.

Une autre évolution possible consiste en une forme de «domestication» progressive de la dette publique. Le Japon en fournit l'exemple le plus abouti: une part considérable de sa dette est détenue directement ou indirectement par des acteurs nationaux, notamment la banque centrale, les fonds de pension, les compagnies d'assurance et diverses institutions financières domestiques. Cette configuration réduit la dépendance à l'égard des investisseurs étrangers et limite le risque d'une crise de financement soudaine. En contrepartie, elle renforce l'interdépendance entre l'État, le système financier et l'épargne nationale, tout en réduisant progressivement le rôle disciplinant des marchés.

L'histoire récente suggère que les gouvernements attendent souvent qu'une situation devienne presque intenable avant d'engager des mesures d'assainissement réellement contraignantes. La crise des dettes souveraines européennes — qui a touché notamment le Portugal, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne et l'Italie — en fournit une illustration. Lorsque la confiance des marchés disparaît, l'ajustement n'est plus choisi: il est imposé. Ce sont alors des institutions telles que le Fonds monétaire international, la Commission européenne, la Banque centrale européenne ou le Mécanisme européen de stabilité qui peuvent conditionner leur soutien à des réformes budgétaires, sociales et structurelles drastiques.

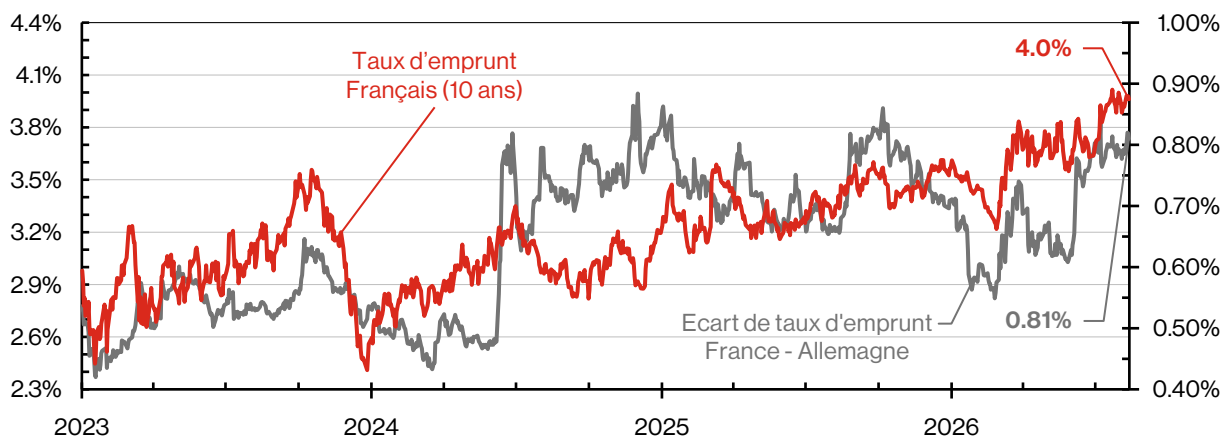
Comment surveiller de façon proactive l'appétit au risque des marchés ?

La sanction viendra des marchés. Au sein de la zone euro, l'écart de rendement («le spread») entre les obligations des pays étudiés et celles de l'Allemagne, considérée comme la référence de solidité budgétaire en zone euro, est l'indicateur à suivre (voir la hausse du spread lors de tensions politiques en France ou en Italie). Plus cet écart s'élargit, plus le marché exige une prime de risque élevée pour détenir la dette du pays concerné. Il ne s'agit pas seulement d'un signal financier : c'est aussi un indicateur de la crédibilité budgétaire perçue par les investisseurs.

Dans le cas d'un pays doté de sa propre banque centrale et donc d'une devise, les tensions seront visibles en cas de hausse de taux souverains à long terme et, simultanément, d'une dépréciation de la devise, comme lors du gouvernement éphémère de Liz Truss au UK en automne 2022.

France

Taux d'emprunt à 10 ans et écart avec l'Allemagne



Source: Bloomberg

Un autre indicateur est la volatilité des marchés obligataires souverains. Une hausse de cette volatilité traduit une nervosité accrue des investisseurs, une moindre visibilité sur la trajectoire des finances publiques ou une incertitude plus forte quant à l'action future des banques centrales. Combinés, les écarts de taux et la volatilité obligataire permettent de mesurer non seulement le niveau de risque perçu, mais aussi la rapidité avec laquelle la confiance peut se détériorer.

Trouver des indicateurs avancés crédibles est difficile du fait que les investisseurs se sont progressivement habitués à des niveaux d'endettement qui auraient semblé excessifs il y a quelques décennies. Par ailleurs, l'abondance de liquidités créée par les banques centrales depuis la crise financière de 2008, conjuguée à l'accumulation mondiale d'épargne, a considérablement accru les capitaux à investir. Dans un univers où les actifs liquides, sûrs et de grande taille demeurent relativement rares, les obligations souveraines des grandes économies continuent d'occuper une place centrale. Cette situation peut contribuer à retarder l'apparition des tensions, sans pour autant faire disparaître les déséquilibres sous-jacents.

Conclusion

Historiquement, les États sont rarement sortis du surendettement par un remboursement intégral de leur dette. Ils y sont généralement parvenus grâce à une combinaison de croissance économique, d'inflation, de répression financière, d'allongement des maturités ou, dans certains cas, de restructuration.

Le véritable enjeu n'est donc peut-être pas le niveau absolu de la dette, mais la capacité des économies à croître durablement plus vite que celle-ci. L'histoire montre que des niveaux d'endettement très élevés peuvent être supportés pendant de longues périodes. En revanche, lorsque faible croissance, démographie défavorable et déficits persistants se combinent, les marges de manœuvre finissent inévitablement par se réduire.

Je suis donc convaincu que nous allons difficilement échapper à une crise de la dette étatique et que cette crise aura par répercussion un effet important sur les marchés actions et les marchés obligataires.

La question n'est pas tellement si mais quand. C'est là une question particulièrement épineuse car personne et surtout pas le monde politique n'a intérêt à ce que la situation actuelle ne s'arrête. Ainsi, je privilégie, comme souvent dans l'histoire financière, un déclencheur exogène — économique, géopolitique ou monétaire. Nous n'aurons donc probablement pas la possibilité de le prédire mais une fois qu'il sera là il faudra agir rapidement.

Les solutions seront alors une combinaison entre davantage d'inflation, une fiscalité plus élevée, une intervention accrue des États et des banques centrales et, même si plus difficile politiquement, un retour à une plus grande discipline budgétaire. Ce dernier élément qui sera essentiel ne manquera pas de générer de graves réactions sociales.

Grégoire Bordier

*Associé Senior,
Bordier & Cie*