DOSSIER DE RÉFÉRENCE · MACRO

La dette des États : comment vit-on à crédit *depuis 50 ans* ?

La France n'a pas voté un budget en équilibre depuis 1974, doit 3 536 milliards d'euros, et continue d'emprunter chaque semaine sans difficulté. Comment est-ce possible ? Pourquoi personne ne « rembourse » jamais ? Et à quel moment, concrètement, un État fait-il faillite ? Ce dossier répond à la question que tout le monde se pose et que peu osent poser, du néophyte à l'expert.

SOMMAIRE

01 La question naïve qui n'en est pas une

02 C'est quoi, la dette d'un État ?

03 Ça fonctionne comment ? On ne rembourse jamais, on roule

04 Pourquoi c'est possible : un État n'est pas un ménage

05 Le juge de paix : la charge d'intérêts

06 Quand un État fait-il faillite ? Les trois portes de sortie

07 Le détail qui change tout : dans quelle monnaie ?

08 Et la France ? Ce qui craquerait en premier

09 Ce que j'en fais, comme investisseur

10 Conclusion · Annexes : chiffres-clés, glossaire, sources

Rédigé par Stéphane Baron, sous la supervision de Bernard Prats-Desclaux. Dossier de référence pédagogique, juillet 2026, sources publiques croisées (annexe C). Ceci n'est pas un conseil en investissement. Les chiffres cités sont datés et vérifiables.

1 La question naïve qui n'en est pas une

AVEU — LE POINT DE DÉPART DE CE DOSSIER

3 536 Md€	117,5 %	74 Md€	> 530 Md€
DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE, T1 2026	DU PIB (DÉFINITION MAASTRICHT)	D'INTÉRÊTS À PAYER EN 2026	À EMPRUNTER EN 2026, UN RECORD

Commençons par un aveu : pendant des années, je n'ai pas compris. Une entreprise qui perd de l'argent cinquante ans de suite ferme cinquante fois. Un ménage qui vit au-dessus de ses moyens finit chez le juge du surendettement. La France, elle, n'a pas voté un budget en équilibre depuis 1974, accumule 3 536 milliards d'euros de dette, en remet 530 milliards sur la table cette année, et trouve chaque semaine des prêteurs enthousiastes. Il n'y a que deux explications possibles : soit tout le monde est devenu fou, soit l'État ne joue pas au même jeu que nous. La réponse est la seconde, et elle mérite d'être comprise pour de bon, parce qu'elle éclaire tout le reste : les taux, l'inflation, l'euro, et ce qui pourrait un jour mal finir.

> **LE CŒUR DU DOSSIER**
>
> *Un État ne rembourse pas sa dette, et personne ne le lui demande. Il la « roule » : il réemprunte pour payer ce qui arrive à échéance, indéfiniment. Ce jeu fonctionne tant que trois compteurs restent dans le vert : la confiance des prêteurs (l'accès au marché), le rapport entre le taux payé et la croissance de l'économie, et la monnaie dans laquelle la dette est libellée. La « faillite » d'un État, c'est le passage au rouge d'un de ces trois compteurs. Pas avant.*

2 C'est quoi, la dette d'un État ?

VULGARISATION — DES OBLIGATIONS, DES ENCHÈRES, DES ACHETEURS

La dette publique française, ce n'est pas un découvert à la banque. Ce sont des titres, des morceaux de papier (électronique) que l'État vend à qui veut bien les acheter : les **OAT** (obligations assimilables du Trésor) pour le moyen-long terme, de 2 à 50 ans, et les **BTF** pour le court terme, moins d'un an. Chaque titre est une promesse simple : « prêtez-moi 100 aujourd'hui, je vous verse un intérêt chaque année (le coupon), et je vous rends 100 à l'échéance ».

La vente est organisée par une agence dédiée, l'**Agence France Trésor** (AFT), une petite équipe logée à Bercy qui met la dette aux enchères presque chaque semaine, selon un calendrier publié à l'avance. Les acheteurs directs sont une vingtaine de grandes banques (les « spécialistes en valeurs du Trésor »), qui revendent ensuite aux vrais détenteurs : assureurs (votre assurance-vie en fonds euros est bourrée d'OAT), fonds de pension, banques, banques centrales étrangères, gérants d'actifs du monde entier. Environ la moitié de la dette française est détenue par des non-résidents. En 2026, l'AFT placera plus de 530 milliards d'euros de titres, davantage qu'en 2020, l'année Covid. Et les enchères trouvent preneur, semaine après semaine. Toute la question du dossier est : pourquoi ?

3 Ça fonctionne comment ? On ne rembourse jamais, on roule

MÉCANIQUE — LE CRÉDIT PERPÉTUEL ASSUMÉ

Voici le point que l'intuition domestique rate complètement, et qui répond à ma question de départ. Quand une OAT de 20 milliards arrive à échéance, l'État ne pioche pas dans une cagnotte : il émet, la même semaine, de nouvelles OAT pour 20 milliards, et rembourse les anciens prêteurs avec l'argent des nouveaux. C'est le **roulement** (« roll-over »), et c'est le mode de fonctionnement normal, public et assumé de tous les États du monde. Sur les 530 milliards levés en 2026, l'essentiel ne finance pas les dépenses nouvelles : il refinance le stock existant qui arrive à échéance, plus le déficit de l'année (152,5 Md€ de déficit public en 2025, soit 5,1 % du PIB).

Dit autrement : la dette publique n'est pas un crédit immobilier qu'on amortit, c'est une ligne de crédit renouvelable à l'échelle d'un pays. Décrit ainsi, le système ressemble à une pyramide de Ponzi, et l'objection mérite d'être traitée frontalement plutôt qu'esquivée. La différence tient en deux points. Un : dans un Ponzi, les nouveaux entrants paient les anciens jusqu'à épuisement des nouveaux entrants ; ici, le « nouvel entrant » est adossé à un flux qui ne s'épuise pas, l'impôt, prélevé sur la première économie d'Europe continentale avec l'Allemagne. Deux : un Ponzi meurt quand la confiance meurt ; un État, lui, dispose d'armes pour entretenir la confiance, et d'armes moins avouables pour s'en passer (sections 6 et 7). La comparaison n'est donc pas absurde, elle est incomplète. Mais elle a une vertu : elle rappelle que tout l'édifice repose sur la volonté des prêteurs de revenir à la prochaine enchère.

4 Pourquoi c'est possible : un État n'est pas un ménage

LE FOND — QUATRE DIFFÉRENCES QUI CHANGENT LE JEU

— **Il ne meurt pas.** Un banquier prête à un ménage sur 25 ans parce qu'au-delà, l'emprunteur ne sera plus solvable ou plus vivant. L'État a un horizon infini : il peut promettre de payer dans 50 ans (la France émet des OAT à 50 ans) parce qu'il y aura toujours des contribuables. Sa dette n'a donc

jamais besoin d'être soldée, seulement d'être servie : ce qui compte n'est pas le stock (3 536 Md€), c'est la capacité à payer les intérêts chaque année.

— **Ses revenus sont prélevés, pas gagnés.** Un ménage peut perdre son emploi ; l'État lève l'impôt par la contrainte sur toute l'économie. Prêter à la France, c'est prendre une hypothèque sur le PIB français. C'est le collatéral le plus solide qui existe, tant que l'économie tourne et que le consentement à l'impôt tient.

— **Il grandit avec le temps.** C'est le mécanisme le plus contre-intuitif et le plus important : si l'économie (le PIB nominal, croissance plus inflation) progresse plus vite que le taux d'intérêt payé, le POIDS de la dette diminue tout seul, même sans rembourser un euro. La France de 1945 avait une dette colossale ; elle ne l'a jamais « remboursée », les Trente Glorieuses et l'inflation l'ont fait fondre en proportion du PIB. Les économistes appellent ça la condition « r < g » : tant que le taux (r) est sous la croissance nominale (g), le déficit modéré est indolore. Tout le problème actuel, on y vient, est que ce rapport s'est inversé.

— **Sa dette sert à autre chose qu'à lui.** Dernier point qu'on oublie : le monde financier a BESOIN de dette d'État. C'est l'actif « sans risque » qui sert d'étalon, de collatéral, de réserve aux banques, aux assureurs, aux fonds de pension. Il existe une demande structurelle, réglementaire même, pour ces titres. L'État n'est pas un mendiant qui quête des prêteurs ; c'est un fournisseur du produit de base de la finance mondiale.

5 Le juge de paix : la charge d'intérêts

LE COMPTEUR — 58, 67, 74 : LA BOULE DE NEIGE A COMMENCÉ

Si le stock de dette ne se rembourse jamais, qu'est-ce qui mesure la vraie santé du système ? La **charge d'intérêts** : ce que le budget paie chaque année aux prêteurs. Et c'est ici que le dossier cesse d'être rassurant. La charge de la dette française : 58 milliards en 2024, 67 milliards en 2025, **74 milliards en 2026**. C'est désormais plus que le budget des Armées et plus que celui de l'Enseignement supérieur : le deuxième poste de l'État, en route vers le premier.

Pourquoi cette accélération, alors que les taux n'ont pas explosé ? À cause d'une mécanique de paquebot : la dette française a une durée de vie moyenne d'environ 8 ans et demi. Quand les taux montent (de ~0 % en 2021 à 3-3,5 % sur l'OAT 10 ans depuis), le stock ancien, emprunté à taux nul, se refinance progressivement au taux nouveau, année après année, échéance après échéance. La hausse de 2022 continuera donc de gonfler la facture jusqu'au début des années 2030, quoi qu'il arrive. C'est l'effet **boule de neige** : on emprunte pour payer des intérêts, qui augmentent la dette, qui augmente les intérêts. Le paquebot a de l'inertie dans les deux sens : lent à s'alourdir, mais tout aussi lent à s'alléger si les taux baissent.

> **LE POINT QUI CHANGE LA LECTURE**
>
> *Retenez ce filtre pour trier les discours : le chiffre de 3 536 milliards fait les gros titres, mais il ne dit presque rien. Les deux chiffres qui disent tout : le ratio dette/PIB (117,5 %, troisième de la zone euro derrière la Grèce et l'Italie) et surtout la charge d'intérêts rapportée aux recettes. Un État fait défaut sur un flux qu'il ne peut plus payer, jamais sur un stock qu'il n'a pas besoin de rembourser.*

6 Quand un État fait-il faillite ? Les trois portes de sortie

PREUVES — GRÈCE 2012, ARGENTINE 2001, RUSSIE 1998

Un État ne « fait pas faillite » comme une entreprise : pas de tribunal de commerce, pas de liquidateur, pas d'huissier pour saisir la tour Eiffel. Ce qui existe, c'est le **défaut souverain** : le moment où l'État annonce qu'il ne paiera pas ce qu'il a promis, en totalité ou en partie. Trois portes y mènent, toutes documentées par l'histoire récente :

- **Porte 1 : le défaut assumé, suivi d'une restructuration.** L'Argentine, décembre 2001 : défaut sur environ 100 milliards de dollars, le plus gros de l'histoire à l'époque, suivi de quinze ans de bras de fer avec les créanciers. Le pays a fait défaut neuf fois depuis son indépendance, la dernière en 2020. On ne meurt pas d'un défaut : on perd l'accès au crédit, la monnaie s'effondre, l'épargne des nationaux est laminée, puis la vie continue, en plus pauvre.
- **Porte 2 : la restructuration « volontaire » sous contrainte.** La Grèce, mars 2012, seul défaut d'un pays développé en euro : les créanciers privés ont « accepté » un effacement de 53,5 % du nominal sur environ 200 milliards d'obligations (le « PSI »), sous la pression de l'UE et du FMI, en échange du sauvetage. Les épargnants et banques qui détenaient du grec ont réellement perdu plus de la moitié de leur mise. Voilà à quoi ressemble la « faillite » d'un État moderne : pas un effondrement hollywoodien, une négociation où le prêteur laisse des plumes.
- **Porte 3 : le défaut silencieux, par l'inflation.** La plus fréquente historiquement, et la plus sournoise : rembourser intégralement, dans une monnaie qui ne vaut plus rien. La France l'a pratiquée après 1945 (l'inflation à deux chiffres a fondu la dette de guerre), la Russie de 1998 a combiné défaut et effondrement du rouble. Aucun juriste n'appelle ça un défaut ; tout épargnant devrait. C'est la raison d'être de la formule : l'inflation est une taxe sur ceux qui ont prêté.

Le déclencheur commun des trois portes n'est jamais le niveau de dette en soi : c'est la **perte d'accès au marché**. Le jour où les enchères ne trouvent plus preneur qu'à des taux punitifs (la Grèce empruntait à plus de 25 % début 2012), la spirale se referme en quelques mois : taux qui montent, charge qui explose, prêteurs qui fuient, taux qui montent. La faillite d'un État est une crise de confiance qui se matérialise, pas un seuil comptable qu'on franchit.

7 Le détail qui change tout : dans quelle monnaie ?

EXPERTISE — IMPRIMER OU NE PAS IMPRIMER

Question d'expert, réponse décisive : dans quelle monnaie la dette est-elle libellée ? Un État endetté **dans sa propre monnaie**, avec sa propre banque centrale (États-Unis, Japon, Royaume-Uni), ne peut techniquement jamais être à court : en dernier recours, la banque centrale crée la monnaie et achète la dette. Le Japon vit ainsi avec plus de 250 % de dette/PIB depuis des années. Le risque n'y est pas le défaut, c'est la monnaie elle-même : l'inflation et la dévaluation, la porte 3. Un État endetté **dans une monnaie qu'il ne contrôle pas** (l'Argentine en dollars), lui, peut réellement tomber à court : c'est la porte 1.

Et la France ? Cas hybride, et c'est LE point à comprendre sur l'euro : nous empruntons dans notre monnaie, mais cette monnaie ne nous appartient pas en propre. La Banque de France ne peut pas imprimer seule ; la BCE décide pour vingt pays, avec interdiction statutaire de financer directement les États. La Grèce a découvert en 2012 ce que ça signifie : membre de l'euro, elle a fait défaut COMME un

pays endetté en devise étrangère. Depuis, la BCE a construit des filets (rachats massifs de dettes publiques à partir de 2015, instrument « anti-fragmentation » depuis 2022), qui ont fait de facto reculer le risque de défaut en zone euro. Mais ces filets sont politiques, conditionnels, et jamais garantis d'avance : c'est l'ambiguïté constructive sur laquelle repose toute la zone. La dette française est donc plus sûre que son ratio ne le suggère, et moins sûre qu'une dette américaine ou japonaise, quoi qu'en disent les brochures.

8 Et la France ? Ce qui craquerait en premier

SCÉNARIOS — NI DEMAIN MATIN, NI JAMAIS

Faut-il avoir peur ? Ma lecture, en trois temps. D'abord, **pas de faillite demain matin** : la France emprunte cette année plus de 530 milliards sans incident, à des taux certes plus élevés mais absorbables ; la demande pour l'OAT reste profonde ; l'épargne nationale est massive. Ceux qui annoncent le défaut français pour le trimestre prochain vendent quelque chose, en général de l'or ou de la peur.

Ensuite, **la trajectoire est mauvaise, et le compteur qui tourne est celui de la section 5** : 117,5 % de dette/PIB au premier trimestre 2026 (+75,6 milliards en un seul trimestre), 5,1 % de déficit en 2025 sans récession ni guerre ni pandémie, une charge d'intérêts qui devient le premier poste budgétaire. Le tout avec la croissance molle : le fameux « r < g » de la section 4 n'est plus acquis. La France ne va pas vers un mur, elle monte une pente qui se raidit.

Enfin, **si ça craque, voici l'ordre probable des événements**, calqué sur tous les précédents : ça ne commence pas par un défaut, ça commence par un écart (le « spread ») qui se creuse avec l'Allemagne au-delà du raisonnable, comme l'Italie en 2011-2012 ; puis des dégradations d'agences en série, qui excluent l'OAT de certains portefeuilles réglementés ; puis une crise politique sur un budget, qui fait douter les non-résidents (la moitié des détenteurs, les plus volatils) ; et à ce moment-là, tout dépend de la BCE et de l'Allemagne : soutien contre austérité imposée, le scénario grec en version géante, ou soutien inconditionnel, et c'est la valeur de l'euro qui prend le choc, porte 3. Dans les deux cas, le détenteur d'obligations et le détenteur de fonds euros paient une partie de l'addition. C'est le scénario à surveiller sur des années, pas des semaines.

9 Ce que j'en fais, comme investisseur

POSITION — TRANCHÉE, COMME D'HABITUDE

- **Je sais qui je suis : un prêteur de l'État sans le savoir.** Le fonds euros de votre assurance-vie, c'est majoritairement de la dette publique. Des millions de Français « prudents » ont l'essentiel de leur épargne exposée à la signature de l'État français, en croyant ne rien risquer. Première décision : en avoir conscience, et plafonner cette exposition comme on plafonne n'importe quelle ligne.
- **Le risque réaliste n'est pas le défaut, c'est l'érosion.** Porte 3 : inflation tolérée, rendements réels négatifs, fiscalité qui monte. Contre ça, les remèdes classiques : actifs réels, actions mondiales, immobilier de qualité, un peu d'or. Rien d'exotique, de la diversification de bon père de famille, hors de la seule signature France.
- **Je surveille deux chiffres par an, pas les gros titres :** le spread OAT-Bund à 10 ans (le thermomètre de confiance, en continu) et la charge d'intérêts en pourcentage des recettes de l'État (le

thermomètre de soutenabilité, au budget). Tant que le premier reste sous ~1 point et que le second reste sous ~10 %, le paquebot flotte. Le jour où ces seuils cassent durablement, on relit la section 8.

— **Et je refuse les deux paniques symétriques :** celle du « défaut imminent », qui fait vendre n'importe quoi pour acheter de l'or au sommet, et celle du « ça a toujours tenu, donc ça tiendra », qui était mot pour mot l'argument des détenteurs d'obligations grecques en 2011.

10 Conclusion

Comment un État vit-il en déficit depuis cinquante ans ? Parce qu'il ne joue pas au jeu du ménage : il ne rembourse pas, il roule ; il ne meurt pas, il prélève ; et tant que l'économie nominale croît plus vite que ses taux, le temps travaille pour lui. Ce n'est ni un scandale ni un miracle, c'est une mécanique, et elle est robuste. Mais elle a un talon d'Achille, un seul : la confiance des prêteurs, mesurée chaque semaine aux enchères de Bercy. La Grèce de 2012 et l'Argentine de 2001 rappellent que cette confiance est mortelle, et la trajectoire française actuelle (117,5 % du PIB, 74 milliards d'intérêts, premier poste budgétaire en vue) est exactement le genre de pente qui finit par la tester. Pas demain. Mais le paquebot a mis quinze ans à s'alourdir, il mettrait quinze ans à s'alléger, et personne n'a encore commencé la manœuvre. Prochain dossier de la série : les indices boursiers, ou qui fixe vraiment le chiffre que vous regardez chaque matin.

A Annexe · Chiffres-clés

DONNÉE	VALEUR	SOURCE / DATE
Dette publique française (Maastricht)	**3 536,1 Md€ (117,5 % du PIB)**	Insee, fin T1 2026 (+75,6 Md€ sur le trimestre)
Déficit public 2025	**152,5 Md€ (5,1 % du PIB)**	Comptes publics 2025
Dernier budget de l'État voté en équilibre	**1974**	Documentation budgétaire
Charge d'intérêts de la dette	**58 Md€ (2024) → 67 Md€ (2025) → 74 Md€ (2026)**	Budgets / IFRAP / presse, 2026
Émissions de dette prévues en 2026	**> 530 Md€ (record, supérieur à 2020)**	Agence France Trésor / IFRAP
Durée de vie moyenne de la dette française	**≈ 8,5 ans**	AFT
Part détenue par les non-résidents	**≈ 50 %**	AFT / Banque de France
Grèce 2012 (« PSI »)	**Effacement de 53,5 % du nominal, ≈ 200 Md€ concernés**	Restructuration de mars 2012
Argentine 2001	**Défaut sur ≈ 100 Md$; 9 défauts dans l'histoire du pays**	Littérature économique
Japon : dette/PIB	**> 250 % sans défaut (dette en monnaie propre)**	FMI
OAT 10 ans : ordre de grandeur des taux	**≈ 0 % (2021) → 3-3,5 % (2024-2026)**	Données de marché

B Annexe · Glossaire

OAT (obligation assimilable du Trésor) : titre de dette de l'État français à moyen-long terme (2 à 50 ans), à coupon fixe ou indexé sur l'inflation.

BTF : bon du Trésor à taux fixe, dette à moins d'un an.

Agence France Trésor (AFT) : service de l'État chargé d'émettre et de gérer la dette, par adjudications hebdomadaires.

Adjudication : enchère par laquelle l'État vend ses titres aux banques spécialistes en valeurs du Trésor (SVT).

Roulement (roll-over) : refinancement des titres arrivant à échéance par l'émission de nouveaux titres. Mode de gestion normal de toute dette souveraine.

Charge de la dette : intérêts payés chaque année par le budget. Le vrai compteur de soutenabilité, avec son ratio aux recettes.

Ratio dette/PIB : stock de dette rapporté à la production annuelle du pays. Mesure le poids relatif, pas la capacité de paiement immédiate.

« r < g » : condition de soutenabilité : si le taux d'intérêt (r) est inférieur à la croissance nominale (g), le poids de la dette peut baisser sans remboursement.

Défaut souverain : non-paiement, total ou partiel, des engagements d'un État. Se règle par restructuration négociée, faute de tribunal des faillites.

Restructuration / haircut : renégociation de la dette avec effacement partiel (Grèce 2012 : −53,5 % de nominal pour les créanciers privés).

Répression financière : ensemble de politiques (taux réels négatifs, épargne captive, inflation tolérée) qui font fondre la dette au détriment des épargnants. Le « défaut silencieux ».

Spread OAT-Bund : écart de taux à 10 ans entre la France et l'Allemagne. Thermomètre de la confiance relative des prêteurs.

SVT : spécialistes en valeurs du Trésor, la vingtaine de banques contreparties directes de l'AFT aux adjudications.

BCE / anti-fragmentation : la Banque centrale européenne, dont les programmes de rachat (depuis 2015) et l'instrument anti-fragmentation (2022) servent de filet de sécurité conditionnel aux dettes de la zone euro.

C Annexe · Sources

Insee, « À la fin du premier trimestre 2026, le ratio de dette publique s'établit à 117,5 % du PIB », Informations rapides n°158, 2026.

Agence France Trésor : programme d'émission, structure de détention, durée de vie moyenne de la dette.

Fondation IFRAP, « 2026 : année record pour les émissions de dette de la France » ; analyses de la charge d'intérêts 2024-2026 (58/67/74 Md€).

Comptes publics 2025 (déficit 152,5 Md€, 5,1 % du PIB) ; documentation budgétaire (dernier budget en équilibre : 1974).

Restructuration grecque de mars 2012 (PSI) : documentation Eurogroupe/FMI. Défauts argentins : littérature économique (2001, ≈ 100 Md$). Russie 1998 : défaut GKO.

FMI, données dette/PIB comparées (Japon > 250 %) ; BCE, programmes d'achats et instrument de protection de la transmission (TPI, 2022).

Avertissement. Ce document est diffusé par L'Investisseur Stratège à des fins exclusivement informatives et pédagogiques. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une sollicitation au sens de la réglementation AMF / MAR. Les chiffres cités proviennent de sources publiques susceptibles d'être révisées. Toute décision d'investissement relève de la seule responsabilité du lecteur, invité à consulter un conseiller habilité. © 2026 L'Investisseur Stratège · investisseur.stratege@norvalgroup.com