

Lettre n°80

Un endettement public mondial difficile à maîtriser. Prise de conscience sans crise de défiance.

« Que nos plaisirs passés augmentent nos supplices ! / Qu'il est dur d'éprouver après tant de délices, / Les cruautés du sort ! ». La Fontaine dans Psyché.

L'endettement, pour beaucoup d'Etats, ces trente dernières années, a été souvent comme une facilité, « nos plaisirs passés » dirait La Fontaine, un moyen de dépenser, d'acheter la paix sociale, sans recourir à la mesure impopulaire de l'augmentation des taxes. « Les cruautés du sort » évoquées par La Fontaine, c'est l'incidence de la remontée récente des taux, un coût d'endettement désormais susceptible de fragiliser la solvabilité des Etats et de provoquer des défauts.

Etudier l'endettement mondial, c'est apprécier l'évolution des volumes de dettes et suivre le coût.

Après avoir fait un bilan de l'endettement mondial, on analysera plus spécifiquement l'évolution de l'endettement dans les pays Occidentaux, l'évolution de l'endettement en Chine et la situation problématique de nombre de pays émergents.

En toile de fond, le caractère plus ou moins durable de la hausse des taux, résultante de l'inflation actuelle, et l'incidence voire les risques sur la solvabilité des Etats.

L'aggravation de l'endettement public dans le monde :

Quelle évolution de l'endettement ? Quelle incidence sur l'économie réelle, c'est-à-dire la croissance et le crédit ? Comment stabiliser la dette ? Est-il possible d'annuler une partie de ces dettes ? Telles sont 4 questions ici envisagées.

La dérive de l'endettement mondial n'a pas profité à la croissance et au crédit :

- Quelle aggravation de la dette ?

La dette publique mondiale selon l'IIF, International Institute of Finance, ou selon le FMI, représente 1x le PIB mondial, contre environ 30% du PIB en 1970, avec, parmi les pays les plus endettés, le Japon à 2.5x le PIB, la Grèce à 2x, l'Italie à 1.5x le PIB.

Si les pays développés sont les plus endettés, en moyenne un taux de 1.2x le PIB, ce ne sont pas les pays les plus risqués car ils sont souvent riches d'épargne privée et ont des marchés financiers plus liquides.

Aujourd'hui, les pays à risque de défaut de paiement sont, comme on va le voir, des pays émergents.

Au cours de la période récente, la cause majeure d'aggravation de la dette a été la crise de la Covid car l'activité s'est arrêtée momentanément et les Etats ont multiplié les aides.

L'aggravation de l'endettement a poussé à la financiarisation des économies, donnant incidemment aux banques et à la finance un poids démesuré par rapport à la production réelle et provoquant des crises récurrentes.

- Quelles incidences de l'endettement sur la croissance du PIB et sur le crédit ?

Nonobstant cet endettement, on observe une diminution du taux de croissance du PIB des différentes économies des pays de l'OCDE. Elle était de 4% dans les années 80, elle est tombée en moyenne à 1.5%.

Nonobstant la faiblesse des taux ces deux dernières décennies, le taux d'investissement a diminué. Trois raisons à cela :

Le glissement, chaque année plus prégnant, d'économies industrielles vers des économies de services moins gourmandes en capital.

Deuxième raison, bien décrite par *Jacques de Larosière*, ancien directeur du FMI de 1978 à 1987, l'idée que la faible rémunération du capital décourage l'investissement et incite à un placement de l'épargne dans des produits financiers.

Enfin, les taux bas ont permis la survie d'entreprises « zombies », peu compétitives, et donc maintenu des surcapacités.

Comment stabiliser ou réduire la dette ?

Pour stabiliser les ratios d'endettement, les Etats doivent parvenir à des excédents primaires, c'est-à-dire un excédent des recettes sur les dépenses avant paiement des intérêts sur la dette publique.

Pour réduire leur endettement, les Etats doivent veiller à dégager des excédents budgétaires, situation dans laquelle les recettes de l'année dépassent les dépenses.

Les perspectives sont sombres car les Etats n'ont que trois moyens pour réduire l'endettement, et sur aucun on ne peut être très optimiste :

Augmenter le taux de croissance économique, donc les recettes, est difficile dans des pays vieillissants et dans un contexte de faible hausse de la productivité.

Accroître la pression fiscale est partout impopulaire.

Réduire les dépenses publiques, vieille recette néolibérale des gouvernements Thatcher et Reagan au début des années 80, déstabiliserait les démocraties et favoriserait la multiplication des gouvernements populistes.

L'annulation d'une partie des dettes publiques est-elle concevable ?

La question est récurrente et resurgit de temps à autre mais il faut écarter cette solution. La gestion politique d'une annulation de dette serait délicate. Chacun croirait à la possibilité d'argent gratuit et infini, les revendications se multiplieraient et les augmentations de salaires entretiendraient l'inflation à un niveau élevé.

A tout prendre, on préférera les politiques occasionnelles de rachat de créances publiques portées jusqu'à l'échéance et réinvesties dans de nouvelles dettes. Cela peut équivaloir à une annulation de dettes mais est plus discret.

Pour approfondir ce point, on peut reprendre la Lettre 38 dans laquelle était présentée la TMM, Théorie Monétaire Moderne défendue par Stéphanie Kelton dans son livre au titre explicite « Le Mythe du déficit »

L'aggravation de la dette dans les pays occidentaux :

Analysons d'abord la dérive de l'endettement dans les trois principales zones, Etats-Unis, Europe, Japon, puis interrogeons-nous sur 4 questions sujettes à débat : quelle est l'incidence de l'inflation sur l'endettement ? Que penser des achats de dettes opérés par les banques centrales ? Doit-on douter de l'indépendance des banques centrales ? Y a-t-il un lien entre injections de liquidités et évolution des inégalités de patrimoine ?

Etats-Unis :

Hausse des dépenses, souvent à l'initiative des Démocrates, diminution des recettes, souvent à l'initiative des Républicains, telles sont les deux raisons de l'endettement américain ces dernières décennies. Les dépenses publiques sont passées de 32% du PIB en 1980 à 40% en 2019 avant la Covid et, dans l'intervalle, il y a eu des allègements d'impôts.

La dette publique, en pourcentage du PIB, a plus que doublé entre 2000 et 2019 mais le service de la dette est resté à 2% du PIB. Depuis lors, la dette publique est passée de 1x le PIB en 2019 à 125% en 2020 mais sans incidence majeure sur le service de la dette car la maturité moyenne de la dette est longue.

Le gouvernement vient de trouver un accord pour dépasser le plafond de la dette actuellement à \$31400 milliards. Mais, cet accord sur le plafond de la dette ne prévoit guère qu'une économie maximum de \$1300 milliards sur 10 ans, certainement beaucoup moins dans les faits, une bagatelle rapportée à \$80 000 milliards dépensés par le gouvernement fédéral ces dix prochaines années. D'ici-là, dès 2025, ce plafond de dette aura à nouveau été augmenté.

Concomitamment à cette aggravation de l'endettement facilitée par la financiarisation de l'économie, mais non sans liens, les taux de profit des entreprises américaines sont passés de 11% du PIB en 1980 à des niveaux records, proches de 15%.

Europe : des situations contrastées.

La dette publique est passée de 0.77x le PIB en 2019 à 90% en 2020. Mais la situation est très contrastée entre les pays du Nord et les pays du Sud de l'Europe. Les premiers, temporairement confrontés à une aggravation de l'endettement, n'ont eu ensuite de cesse de le résorber. Les seconds, ont beaucoup plus de mal.

L'Allemagne, entre 2012 et fin 2019, était parvenue à réduire son ratio de dette publique sur PIB de 80% à 61%. L'Italie, au cours de la même période, a affiché un endettement en légère hausse à 135% du PIB.

Un tel différentiel, a permis à l'Allemagne durant la crise de la COVID de dépenser beaucoup plus pour stimuler son économie ou éviter la récession. Et, aujourd'hui, l'Allemagne planifie à nouveau une réduction de son endettement.

En moins d'un an, les taux de la BCE ont augmenté de 3.75% mais, grâce à la maturité longue de la dette des Etats, le service de la dette a, pour l'heure, peu augmenté : en France, il est passé de 1.4% du PIB à 1.9%, en Italie, de 3.4% à 4.4% mais, le renchérissement n'est pas terminé.

Japon : un record mondial.

La dette publique représente 2.5x le PIB. La Banque centrale en détient la moitié et aussi son bilan représente-t-il 1.3x le PIB. Des chiffres sans comparaison ailleurs dans le monde.

L'originalité de cette dette publique japonaise, c'est sa détention à plus de 90% par les Japonais eux-mêmes.

La spécificité de la politique monétaire japonaise, c'est la fixation d'un plafond sur la dette à 10 ans, 0-0.10% plusieurs années durant, 0.5% actuellement, avec peut-être un changement prochain.

Un changement initié par le nouveau président de la Banque du Japon serait susceptible d'avoir une incidence sur les marchés mondiaux car l'épargne japonaise placée dans le monde, est substantielle et un rapatriement, même partiel, pousserait à la hausse les taux longs.

L'incidence de l'inflation sur l'endettement : deux facettes opposées.

Facette positive, l'inflation de ces deux dernières années permet une diminution des ratios d'endettement car la croissance nominale, c'est-à-dire la croissance réelle plus l'inflation, excède le niveau du taux moyen sur cette dette, les recettes de TVA suivent l'inflation, les recettes de l'impôt sur le revenu profitent de la non-révision des tranches d'imposition dans un contexte d'inflation salariale, les recettes de l'impôt sur les sociétés

reflètent le « pricing power » de nombreux groupes. Phénomènes qui devraient persister quelque peu et expliquent la baisse de l'endettement européen de quelques points de PIB à 84%.

Face négative, l'inflation, notamment l'amorce d'une spirale prix-salaires dans un contexte de taux de chômage faible, incite les banques centrales à maintenir les taux à des niveaux élevés, au risque de provoquer une récession, donc une contraction des recettes publiques.

C'est l'idée défendue par **Larry Summers** d'une spirale prix-salaires susceptible de perdurer aux Etats-Unis aussi longtemps que le taux de chômage n'atteindra pas 5% (3.7% aujourd'hui) car on compte près de deux offres d'emploi pour un chômeur.

Que penser des achats de dettes opérés par les banques centrales ?

A vouloir assurer la solvabilité budgétaire des Etats, les banques centrales sortent de leur mission historique, c'est-à-dire la quête de la stabilité des prix, voire dans le cas de la Fed, la recherche du plein emploi.

Logiquement, la première conséquence d'une détérioration des ratios d'endettement devrait être une hausse des primes de risque, donc une hausse des taux.

Or, entre 2007 et 2020, on a assisté à l'inverse, à une diminution du coût de la dette et on a même connu plusieurs années de taux négatifs.

Une raison à cela, les injections de liquidités par les banques centrales, c'est-à-dire un rachat de dettes par les banques centrales, mesurable par la croissance de leurs bilans. Depuis 2020, le bilan de la BCE est passé de €3000 à €6000 milliards et celui de la FED de \$4000 à \$8500 milliards.

Fruit de leurs acquisitions, les grandes banques centrales détiennent \$14000 milliards, soit un quart de l'encours de dettes publiques.

Certains s'inquiètent et, depuis un an, il y a quelques tentatives de réduction du bilan de ces banques centrales, principalement aux Etats-Unis et en Europe. Cela s'appelle « Quantitative tightening » et consiste pour la banque centrale à réduire son portefeuille obligataire et/ou à ne pas remplacer des obligations publiques détenues et venues à échéance. La conséquence est une tension sur les taux, donc des pertes latentes sur les portefeuilles obligataires des banques, un frein au crédit.

La Fed a ainsi durant quelques mois réduit son bilan mais cette politique a été, en mars, l'une des causes des difficultés de certaines banques américaines.

Immédiatement, pour éviter une crise en chaîne, la banque centrale a de nouveau injecté des liquidités, annihilant des mois de réduction du bilan. Devant l'importance des dépôts non garantis, près de \$9000 milliards en 2022, la FED ne voulait pas prendre le risque d'une crise systémique, comme, lors de la crise des Savings and Loans, dans la seconde partie des années 80, quand 1500 des 14000 banques avaient disparu.

Que penser de l'indépendance des banques centrales ?

Elle est souvent gravée dans le marbre des statuts de ces différentes institutions mais les pressions des gouvernements sont parfois fortes.

En Turquie, Monsieur Erdoğan, désireux d'abaisser les taux d'intérêt, a changé plusieurs fois le dirigeant de la Banque centrale. Au Brésil, Monsieur Lula ne cesse d'inciter la Banque centrale à abaisser ses taux d'intérêt. Il y a 2 ans, en Inde, Narendra Modi avait révoqué le président de la Banque centrale...

Indépendamment de ces pressions, les banques centrales, sensibles aux niveaux d'endettement, anticipent souvent les attentes de l'exécutif, tardent à remonter les taux d'intérêt et gardent en ligne de mire la solvabilité des Etats.

On a vu lors de la crise de la COVID, les banques centrales financer les déficits budgétaires en achetant tout ou partie de la dette émise.

Aussi, on voit mal les banques centrales aller très loin dans cette voie.

Dans la mesure où nous anticipons une poursuite de l'aggravation des ratios d'endettement public partout dans le monde, il sera difficile d'éviter un gonflement des bilans des banques centrales car il s'agit d'amortir le renchérissement du coût de la dette.

Aussi, les distorsions constatées ces dernières années sur les marchés obligataires, la faible rémunération du risque obligataire, l'abondance de liquidités sur les marchés, les bulles obligataires vont réapparaître. On devra en tenir compte dans les politiques d'investissement en obligations.

Quelles sont les incidences des injections sur les inégalités ?

Indubitablement, on observe un lien entre injections de liquidités et appréciation des Bourses et des prix immobiliers. Les détenteurs de patrimoine sont donc clairement avantagés par les politiques monétaires expansionnistes.

La situation détériorée de la Chine et les besoins de restructuration de nombreux pays émergents :

La détérioration de la situation financière de la Chine :

La dette publique était à 56% du PIB en 2018, elle devrait être de 82% cette année. A celle-ci s'ajoutent la dette des provinces et la dette des collectivités locales.

Et, à l'endettement officiel des collectivités locales doit être additionné, l'endettement caché des collectivités locales non consolidé dans les comptes publics, les fameuses LGFV, « Local governing financial vehicles », est évalué par le FMI à €9200 milliards et ce montant devrait, selon l'institution, doubler d'ici 2027, c'est-à-dire représenter globalement, l'équivalent d'une fois le PIB chinois.

On constate déjà l'incapacité de certaines provinces ou villes à honorer des échéances. Un exemple, parmi d'autres, la province pauvre de Guizhou, dans l'incapacité de rembourser une dette supérieure à €160 milliards.

A ces dettes publiques, on pourrait rajouter une partie des dettes des entreprises, 1.5x le PIB, car beaucoup relèvent d'entreprises publiques. Et, pour comprendre les difficultés actuelles de la Chine, on ne peut omettre la dette des ménages, 60% du PIB en 2021, avant la crise immobilière.

Les difficultés de nombreux pays émergents :

Esther Duflo, Prix Nobel d'économie 2019, a montré dans un très bon livre « Economie utile pour des temps difficiles » qu'entre 1980 et 2016, les 50% les plus pauvres de la population mondiale ont bénéficié d'une augmentation de leurs revenus plus rapide que celle des classes moyennes d'Europe et des États-Unis. Dans la même ligne, les Nations Unies ont pu observer que la part des personnes disposant de moins de \$1,9 par jour a été divisée par 2 entre 1990 et 2019.

Ceci est aujourd'hui terminé. Les pays émergents sont les premières victimes de la remontée des taux constatée depuis 2 ans car elle est d'une ampleur très supérieure à celle observée dans les pays développés et car la dette publique moyenne atteint 70%.

De surcroît, beaucoup de pays ont souffert d'une part, de sorties de capitaux, d'autre part, d'une dépréciation de leurs devises par rapport au dollar et donc d'un renchérissement du service de leur dette et enfin, de pressions inflationnistes accrues.

Beaucoup de ces pays souffrent d'une contraction de leurs ressources et donc d'une capacité budgétaire amoindrie.

Selon la **Banque mondiale**, \$810 milliards de dettes dans une soixantaine de pays devraient faire l'objet d'une restructuration, 14 sont dans une situation de surendettement, avec des remboursements de dettes excédant 20% de leurs recettes budgétaires et, globalement, la croissance des pays émergents, hors Chine, devrait ralentir de 4.1% à 2.9% entre 2022 et 2023.

Une restructuration de la dette voire un allègement paraît dans certains cas indispensables mais il se heurte aux réticences de la Chine. A titre transitoire, durant la crise de la COVID, le FMI avait annulé le service de la dette des 25 pays plus pauvres pendant plusieurs mois et accordé des aides d'urgence aux pays les plus démunis mais cela n'a pas été suffisant.

Les réticences de la Chine à alléger les dettes des pays en défaut de paiement :

Gros créancier des pays en difficulté, la Chine voudrait changer les règles afin que le FMI et la Banque mondiale renoncent à leur statut de créancier privilégié et renoncent aussi à une partie de leurs créances. La Banque mondiale refuse de crainte de voir sa note dégradée et ainsi de ne plus pouvoir prêter à taux bas. Un accord vient néanmoins d'être trouvé pour le traitement de la dette du Ghana. La Chine avait prêté \$2 milliards et a accepté de prendre des pertes en échange de quoi la Banque mondiale va accorder des prêts préférentiels.

On verra ce que la Chine acceptera comme concessions avec des pays comme la Zambie, autre pays en défaut, car les banques chinoises détiennent plus d'un tiers des dettes extérieures du pays. Entre 2000 et 2020, La Chine aurait prêté \$160 milliards aux pays africains.

Les difficultés de l'Afrique :

En Afrique, entre 2010 et 2020, la dette a beaucoup augmenté pour représenter dans les pays subsahariens 56% du PIB à un moment de fort ralentissement de la croissance économique.

40% de cette dette est en devises et la charge a été aggravée par l'appréciation du dollar ces dernières années.

Depuis le printemps 2022, aucun pays n'a pu placer une obligation sur les marchés internationaux. En cause, l'inquiétude sur la capacité de remboursement, le niveau des taux d'intérêt, l'importance de l'endettement existant.

En moyenne, le service de la dette de ces pays représente plus de 15% des recettes publiques, un pourcentage non observé depuis 1999.

Conclusion :

« *Nommer le désespoir, c'est le dépasser* » disait *Albert Camus* mais malheureusement, tel n'est pas le cas aujourd'hui car si dénoncer les ratios élevés d'endettement public est un sujet, le renchérissement en cours des frais financiers sur cette dette est un problème d'une autre dimension.

De cette Lettre 80, on retiendra en effet 6 points :

- ***La faiblesse des taux ces dernières années a eu 5 causes aujourd'hui sans doute obsolètes*** : l'inflation basse, les injections de liquidités, l'abondance des excédents d'épargne des pays exportateurs de pétrole (\$1300 milliards selon le FMI), de la Chine (un taux d'épargne proche de 40% du PIB devant baisser avec la transition souhaitée vers une société de consommation) et de l'Allemagne ; la moindre intensité capitaliste de nos sociétés post industrielles ; le vieillissement de la population.

De ces cinq causes, les trois premières ont disparu, au moins temporairement. La quatrième est contrariée par les coûts de l'investissement dans la transition, le réarmement, les relocalisations. Ne reste éventuellement que la cinquième, la plus incertaine dans ses effets sur les taux car le vieillissement, c'est certes une moindre propension à consommer mais c'est également une moindre population active, un taux de chômage structurel bas donc des pressions à la hausse sur les salaires.

- ***L'endettement est un sujet de préoccupations, longtemps masqué par la faiblesse des taux mais, aujourd'hui, plus problématique*** : un exemple, l'inflation en Europe, à 0.9%/an en moyenne entre 2010 et 2019 et aujourd'hui à 6.1% avec une perspective de baisse lente pour la partie « core ». En d'autres termes, les taux d'intérêt, un temps négatif à -0.5%, sont aujourd'hui à 3.25% et devraient continuer à être majorés.

- **Le renchérissement du service de la dette** est lent car les Etats ont profité des taux bas pour allonger la durée moyenne des emprunts mais il est voué à se poursuivre et à fragiliser la solvabilité budgétaire de certains Etats.
- **Les banques centrales voudront s'assurer d'un succès dans la lutte contre l'inflation avant d'amorcer la baisse des taux**, car dans des pays vieillissants, avec un poids chaque jour croissant des électeurs âgés, la tolérance pour une inflation susceptible d'éroder le pouvoir d'achat des retraités et d'affecter les portefeuilles obligataires des fonds de pension est faible.
- **Conséquence de ces hausses de taux, une glissade de la croissance mondiale vers la récession** pour certains pays ou une faible croissance pour la majorité des autres, donc une diminution des recettes budgétaires, autre source d'inquiétude pour la solvabilité.
- **Au-delà de la dette publique, les dettes privées, entreprises et ménages**. Un risque supplémentaire dans certains pays. L'ensemble dettes publiques et dettes privées, au niveau mondial, selon l'International Institute of Finance (IIF), au 1^{er} trimestre 2023, représentait 3.6x le PIB mondial, soit \$305000 milliards. Les frais financiers, sur cette dette globale, représenteraient selon Economist \$13000 milliards et ils vont fatalement augmenter ! Mais tout ne relève pas des dettes publiques et les dettes privées, entreprises et ménages, pourront faire l'objet d'une autre Lettre.

Genève, le 12 juin 2023

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.