

## Lettre n°81

### Un endettement mondial difficile à maîtriser. Où allons-nous ? (2)

« *Il y a abondance d'espoir mais il n'est pas pour nous* » Kafka cité par Georges Steiner dans « *De la Bible à Kafka* ».

Amorçons cette Lettre par 3 constats et 2 incertitudes :

- **Les sombres perspectives associées à l'endettement public mondial** : après avoir consacré la Lettre 80 à l'évolution de la dette publique dans le monde au cours de la période récente, après avoir constaté un doublement depuis 2011 de cette dette publique mondiale, essayons de nous projeter vers l'avenir et notons-le d'emblée, on n'entrevoit pas de résorption possible de cette dette. Bien au contraire, on est enclin à reprendre ce mot de Kafka et à anticiper une nouvelle dégradation de ces ratios d'endettement.
- **Le déni ne saurait constituer une politique** : déni face à la situation financière des Etats, déni face aux coûts et aux incidences du vieillissement, déni face au risque écologique, déni face à la désindustrialisation, déni devant la menace chinoise.
- **Les quatre causes à l'origine de ce pessimisme** : la hausse des dépenses de retraite et de santé imputable au vieillissement démographique, voire à la baisse de la population ; l'augmentation des budgets d'armement, approximativement 1 point de PIB, motivée par les tensions internationales ; le coût de la transition énergétique, 1 à 2 points de PIB/an, et l'effort à consentir pour faciliter la relocalisation, la réindustrialisation des pays développés.

Ces quatre causes affectent aussi bien la Chine que les Etats-Unis, l'Europe, le Japon et nombre de pays d'Asie. Les autres, l'Afrique et l'Inde, sont épargnés par le vieillissement mais non par les autres enjeux.

- **L'incertitude sur l'ampleur de l'aggravation des déficits budgétaires** : le coût de ces quatre causes, c'est, chaque année, l'équivalent de deux à trois points de PIB, à ajouter aux déficits budgétaires actuels, avec une inconnue, le niveau des taux d'intérêts, en d'autres termes, le coût de la dette. Dans la décennie 2010, le service de cette dette publique mondiale était, en moyenne annuelle, selon Janus Henderson, à 1.4% du PIB et, en 2025, selon leurs estimations, il pourrait atteindre 2.8%.
- **L'incertitude sur les taux** : difficile de faire des prévisions sur l'évolution des taux même si on peut anticiper une baisse de l'inflation. L'excédent d'épargne persistera-t-il ? Pas sûr avec le vieillissement. Le vieillissement est-il un facteur d'inflation structurellement plus élevée ? Le débat est ouvert.

Dans cette Lettre 81, on analysera chacun des quatre facteurs susceptibles d'aggraver l'endettement public mondial.

#### La hausse des dépenses d'armement :

*Clarke* dans le très bon livre *Les Somnambules* montre qu'en 1914, on ne croyait pas à la guerre mais la logique de puissance dans chaque camp y conduisait. Nous n'en sommes sans doute pas là mais ne faisons pas l'autruche devant la menace chinoise. L'absence de leadership mondial est un facteur d'instabilité et de rivalités.

- ***Des dépenses d'armement à un niveau record :***

Les dépenses d'armement représentent selon le SIPRI de Stockholm \$2200 milliards. Elles ont augmenté de 4% en 2022 et les sociétés du secteur, cotées ou non en bourse, ont amplement profité de cette tendance.

Le chiffre est tout sauf anodin car au pic de la guerre froide, selon S&P capital, les dépenses, en termes constants, n'excédaient pas \$1500 milliards.

A eux seuls, les Américains dépensent \$870 milliards, soit 40% du total mondial, davantage que les 9 pays suivants.

La guerre en Ukraine a mis en évidence quatre insuffisances : la faiblesse des stocks d'armes, l'impréparation devant une guerre, les nécessités d'investir davantage contre les cyberattaques et d'investir plus dans les drones.

Contrainte supplémentaire pour les équilibres budgétaires, devant les menaces, beaucoup d'Etats ont décidé de porter leur budget d'armement à 2% du PIB.

- ***Un réveil européen :***

En Europe, l'augmentation des dépenses d'armement est une révolution. Si dans les années 70, les Etats, annuellement, dépensaient 2 à 3% de leur PIB, ces vingt dernières années, ce pourcentage était tombé à 1.5% du PIB en moyenne.

Aujourd'hui l'engagement d'accroître les budgets est général, depuis la Pologne, forte d'un budget représentant 4% de son PIB, jusqu'à Allemagne, rétive et réticente à se réarmer jusqu'au déclenchement de la guerre.

La France, seule puissance nucléaire de l'U.E, affiche un plan de €415 milliards pour ces 7 prochaines années, soit près de €60 milliards/an.

- ***Une hausse des dépenses en Asie :***

Le Japon, dont le budget ne devait pas dépasser 1% du PIB, change également d'approche et a annoncé un budget de \$52 milliards, en hausse d'un quart.

La Chine investit de plus en plus dans son armement. Officiellement, le pays dépense \$290 milliards, une hausse de 75% en termes réels ces dix dernières années, mais dans les faits, les dépenses sont supérieures. Rien de vraiment surprenant au regard de la croissance du PIB mais cela ne laisse pas indifférent les pays de la région.

- ***Une escalade attendue des budgets :***

Selon l'Economist, les dépenses d'armement, dans le monde, pourraient augmenter de \$200 à \$700 milliards/an car à la rivalité sino-américaine s'ajoute la volonté des pays européens de se protéger de la Russie et d'harmoniser leurs équipements en vue d'une défense commune, le désir des pays asiatiques – Inde, Japon, Australie en premier lieu- de se prémunir contre la menace chinoise.

En résumé, tout concourt à une hausse des dépenses militaires, favorable aux sociétés du secteur cotées en bourse : la Chine veut venger l'humiliation des deux guerres de l'opium et, au minimum s'affirmer en mer de Chine, les Etats-Unis veulent préserver leur influence, les pays tiers veulent échapper à la politique de blocs, jouer un rôle dans la mondialisation, sans prendre parti pour l'Occident, pour la Chine ou pour la Russie. C'est selon les mots de **Bertrand Badie** « *l'ère de l'union libre après celle des mariages arrangés* ». Une union libre, une autonomie rendant nécessaire des budgets militaires.

**La hausse des dépenses liées au vieillissement :**

La planète vieillit rapidement, les quinze premières économies mondiales en termes de PIB, à l'exception de l'Inde, ont un nombre d'enfants/femmes inférieur au taux de remplacement de 2.1.

Les plus de 65 ans, dans le monde représentent 9% de la population mais au Japon déjà 28%, en Allemagne 22%, en Corée du Sud 14%, en Chine 11%. Rien à voir avec le Mali ou le Kenya où les plus de 65 ans ne représentent que 2%.

Le point essentiel, c'est l'accélération de ce vieillissement. En Corée du Sud, en 2045, les plus de 65 ans seront 36% car la natalité n'excède pas 1 enfant/femme. La situation n'est guère plus brillante en Italie avec 1.25 enfant/femme ou même l'OCDE avec 1,6 en moyenne.

Les retraites, hier ne coûtaient pas cher car on mourait jeune et, de surcroît, en 1945, on comptait en France, par exemple, 8 actifs pour 1 retraité. En 2030, le rapport sera quasiment de 1 actif pour 1 inactif et la France est loin d'être le cas le plus critique.

Dans beaucoup de pays, la hausse du nombre de plus de 65 ans va entraîner une augmentation des dépenses de retraite et de santé en % du PIB, donc des déficits budgétaires et des dettes publiques accrues.

Certes, le recul de l'âge de la retraite est un moyen de tempérer la hausse des dépenses. Le Japon offre un exemple avec un taux d'activité des 65-69 ans de 55%. Mais, un tel taux, très élevé, est difficilement imaginable dans beaucoup d'autres pays.

D'ici 2060, selon S&P, on subirait une hausse de 4.5 points de PIB des dépenses de retraite et de 2.7 points les dépenses de santé. Les déficits budgétaires pourraient approcher 9% du PIB contre 2.4% en 2025<sup>e</sup>.

### **La hausse des dépenses liées aux relocalisations et à la réindustrialisation :**

#### **- *La quête d'attractivité :***

Chaque pays a ses atouts et ses handicaps et doit composer avec pour optimiser l'attractivité. Au nombre des handicaps, le Royaume-Uni, depuis le Brexit, souffre par exemple, d'un isolement hors du grand marché européen ; l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie sont pénalisées par un déclin démographique ; la France par un niveau de prélèvements obligatoires élevé ; d'autres pays sont handicapés par la petitesse de leurs marchés... On pourrait être plus exhaustif mais l'enjeu est de dépasser ces faiblesses pour attirer les investisseurs étrangers.

#### **- *La désindustrialisation, une évidence, toutefois à nuancer :***

Commençons par corriger une erreur assez générale. S'il y a eu indéniablement désindustrialisation, fermetures d'usines dans les pays de l'OCDE, la comparaison dans le temps est biaisée ou exagérée car, dans un souci d'optimisation, beaucoup d'entreprises industrielles ont externalisé des activités de services pour se concentrer sur leur activité de base. Ainsi, certains emplois n'ont pas disparu mais, au lieu d'être comptabilisés dans l'industrie, ils le sont désormais dans les services.

Nonobstant cette remarque, là où est intervenue la désindustrialisation, on a observé le remplacement d'emplois qualifiés par des emplois peu qualifiés, moins rémunérés dans les services avec une stagnation des salaires, préjudiciable aux classes moyennes.

#### **- *La distinction réindustrialisation-relocalisation :***

La réindustrialisation ne recoupe pas intégralement la relocalisation. La réindustrialisation vise le positionnement sur des nouvelles industries, les relocalisations répondent à un souci d'indépendance retrouvée.

La réindustrialisation passe par l'investissement dans des secteurs d'avenir comme l'hydrogène vert, les petites centrales nucléaires, l'informatique quantique. Il ne s'agit plus de défendre les « canards boiteux » comme il y a une trentaine d'années, il s'agit d'investissements nécessaires économiquement et justifiés politiquement pour faire écho à l'indépendance nationale car beaucoup de défis, exemple la transition énergétique, le traitement de l'eau, l'industrie pharmaceutique, la défense, appellent une industrie compétitive.

Le mouvement de relocalisations répond aujourd'hui à une thématique assez partagée parmi les grands pays, une volonté de réduire la dépendance à la Chine, même si le président de Nvidia, récemment, a été formel sur

les relocalisations, en affirmant que les restrictions commerciales dans les relations Chine/Etats-Unis pénalisent les entreprises américaines.

Avant les pénuries apparues avec la crise de la Covid, avant les tensions avec la Chine et les craintes sur les approvisionnements, avant l'invasion de l'Ukraine et la mise en lumière de la dépendance énergétique, cette thématique de relocalisation restait assez théorique. Depuis lors, elle constitue un chapitre de tous les programmes politiques.

Exemple topique de ces évolutions, en Italie, les tensions chez Pirelli avec l'actionnaire chinois à 37%, Sinochem, société d'Etat, sont problématiques car les représentants du Parti communiste chinois entendent être impliqués dans toutes les décisions du groupe.

- ***Les grands pays ont un avantage concurrentiel dans ces politiques :***

L'avantage repose en partie sur les subventions étatiques à l'implantation. Les grandes entreprises, leaders dans des secteurs d'avenir sont très sollicitées et, logiquement, elles font monter les enchères pour choisir le lieu d'implantation de leurs usines. On le voit avec TSMC dans les semi-conducteurs, avec Tesla dans les voitures électriques ou encore avec le choix du lieu d'implantation des gigafactories de batteries.

Le plan IRA aux Etats-Unis, présenté dans nos diverses publications, est emblématique de cette politique de relocalisation, de cette politique de subventions, de cette politique d'attractivité et l'Europe met en place un plan équivalent.

Néanmoins de l'incantation à la mise en œuvre, il y a un coût. Attirer les entreprises ne se fait pas sans subventions, sans reconversion de la main d'œuvre, sans investissements dans les infrastructures, sans une compétitivité fiscale.

Les investissements requis sont parfois très élevés, exemple Intel et ses \$17 milliards prévus d'investissements en Allemagne pour des semi-conducteurs et seulement 3000 emplois à condition de \$10 milliards de subventions gouvernementales.

En France, le plan de réindustrialisation, €54 milliards d'ici 2030 entend promouvoir une dizaine de secteurs d'excellence, de la santé au nucléaire, du spatial à l'hydrogène décarboné, de l'alimentation aux transports, des énergies renouvelables à l'informatique quantique et aider à la formation pour la mise à disposition de personnel qualifié au service de ces ambitions. L'idée pour l'Etat est d'accompagner les développements, d'attirer les investisseurs dans un ratio de 1 à 4 ou 5, entre l'argent public et l'argent privé.

Ainsi, la gigafactory ouverte dans le nord de la France, destinée à produire 300 000 batteries/an, a coûté €7.3 milliards et bénéficié de €1,3 milliard d'aides publiques.

Toujours en France, une aide importante du gouvernement, €2,9 milliards pour une usine ST Micro, dans les semi-conducteurs, a été annoncée.

De telles subventions ne peuvent être offertes que par un grand Etat et en d'autres termes, les petits Etats sont défavorisés par cette politique.

- ***La réindustrialisation ne doit pas rimer avec démondialisation :***

Si les relocalisations peuvent avoir du bon pour réindustrialiser des régions désertées et apporter plus d'indépendance dans des secteurs jugés stratégiques pour l'indépendance nationale, il ne faut pas céder au protectionnisme, facteur d'inflation structurelle ou au cloisonnement par blocs politiques, facteur de tensions, et il ne faut pas oublier les gains de pouvoir d'achat représentés trente ans durant par les importations des pays à bas coûts.

- ***La conséquence attendue des relocalisations :***

D'évidence, la croissance du commerce international va être freinée par ce mouvement de relocalisation. Cette année, la croissance en volume des échanges ne devrait guère dépasser 1% alors que des années durant, cette croissance était double de celle du PIB mondial.

En résumé, dans ce mouvement de réindustrialisation, davantage que les subventions à une entreprise spécifique, le rôle premier de l'Etat est de rendre un territoire, ou une région, attractif, de créer les conditions favorables à l'investissement, qu'il s'agisse des infrastructures, de la fiscalité et de la formation de personnel qualifié.

### **Hausse des dépenses liées à la transition énergétique :**

L'enjeu climatique est un enjeu de civilisation. Le déclin des cités mayas à partir de 700 ap JC à Tikal, plus tard à Palenque et à Copan a été concomitant d'épisodes de sécheresse. Plus au Nord, Chichen Itza dans la plaine du Yucatan a subi un déclin au XIème après une sécheresse.

Le libéralisme a permis la création de beaucoup de richesses, la sortie de la pauvreté de centaines de millions de personnes mais notre écosystème est dégradé.

La principale faiblesse du libéralisme a été l'exploitation excessive de la nature à un coût trop bas. Il faut donc de nouvelles taxes pour rendre les biens polluants plus chers. Telle est l'ambition associée à la taxe carbone.

#### **- Des coûts supplémentaires sans gains de productivité :**

La transition énergétique est coûteuse car elle suppose de déprécier des actifs dans les énergies fossiles et elle impose d'investir dans les énergies renouvelables ou les économies d'énergie, ceci sans gain de productivité. Des nombreux rapports publiés sur cette thématique, une convergence se dessine pour évaluer le coût d'investissement pour les Etats à 2% du PIB/an, sous forme de subventions ou de co-investissements.

#### **- Une taxe carbone aux effets limités :**

Pour limiter l'aggravation de l'endettement, les Etats devront donc mobiliser l'épargne.

Une des solutions pour contribuer au financement de cette transition réside dans la généralisation de la taxe carbone. Elle présente le double avantage de décourager l'usage de modes de consommation polluants et de financer partiellement la transition. L'U.E va ainsi, à partir de 2027, imposer une taxe de €45/tonne de CO2 sur le gaz naturel, le fioul et l'essence.

Mais, globalement, selon la Banque mondiale, les diverses taxes carbonées, à travers le monde, ne rapporteront pas plus de \$100 milliards en 2023, une poussière au regard des investissements dans la transition.

#### **- De nécessaires subventions étatiques :**

Inciter les ménages à entreprendre des efforts dans l'isolation des bâtiments a beaucoup de sens car plus d'un tiers des émissions proviennent de ce secteur mais beaucoup de ménages ne peuvent supporter le coût. Incidemment, le financement de la transition énergétique dans les immeubles va appauvrir les fonds de pension riches en immobilier.

Inciter à l'acquisition de véhicules électriques a du sens car plus d'un cinquième des émissions de l'U.E proviennent du secteur des transports mais, là encore, les importants investissements en cours ou projetés dans les batteries ne peuvent se faire sans subventions.

En Allemagne, annonce d'un plan de €50 milliards pour aider les industriels à accélérer leur transition énergétique.

En France, selon le cabinet France Stratégie, les sept prochaines années, la transition énergétique va coûter €66 milliards chaque année, dont 15 milliards à la charge des ménages, 15 milliards à la charge des entreprises et le reste à celle de l'Etat et cela se traduira, au cours de la période, par une augmentation de 10 points du ratio d'endettement.

**Conclusion :** « *Un abîme est là tout près de nous. Nous poètes rêvons au bord, vous hommes d'Etat, vous y dormez* » **Victor Hugo dans Post scriptum de ma vie.**

7 points ressortent en conclusion provisoire sur ce vaste sujet et trouvent un écho dans ce mot de Victor Hugo :

- **Le biais fiscal** : il est malaisé à traiter. Même si à l'échelle de la planète, les 10% les plus aisés réalisent près de la moitié des émissions de gaz à effet de serre, une fiscalité spécifique poserait divers problèmes.
- **L'angle patrimonial** : en face de la dette, il y a des actifs et ceux-ci ont beaucoup augmenté ces dernières décennies. Selon les études de McKinsey, le stock mondial de richesses a augmenté, depuis l'an 2000, de 160000 milliards de dollars, ce qui équivaut à environ 2 ans de PIB. Cette croissance résulte un peu de l'expansion économique et beaucoup de l'évolution du prix des actifs, notamment immobiliers et spécifiquement dans une cinquantaine de villes de la planète, facilitée par les importantes injections de liquidités. Aujourd'hui, les actifs mondiaux représentent 600% du PIB mondial contre 470% en l'an 2000.

D'évidence, cette valorisation des actifs pourrait augmenter avec la croissance économique les gains productivité mais elle pourrait également baisser si les bourses et les actifs immobiliers subissaient une chute. Auquel cas, le ratio actifs sur dette pourrait se détériorer.

- **La contrainte financière** : le message est clair, les Etats ne pourront éternellement laisser déraiper leur endettement au risque d'entamer la confiance des investisseurs.
- **L'équation monétaire** : si les taux d'intérêt sont supérieurs aux taux de croissance des économies, la charge de la dette deviendra vite insoutenable. Or, effets du vieillissement de la population, d'un moindre progrès technique, de gains de productivité plus modestes, d'une baisse de l'investissement des entreprises, d'un niveau accru d'endettement, d'un moindre aiguillon de la concurrence ou de l'innovation à mettre en rapport avec la concentration des entreprises et de la multiplication des monopoles dans de nombreux secteurs, la croissance mondiale s'infléchit.
- **Les contraintes budgétaires** : la défense, le vieillissement, la santé, la transition énergétique sont des sujets clés mais les Etats ne peuvent pas sacrifier les dépenses d'éducation ou d'autres budgets indispensables. Certes, certains Etats peuvent et doivent économiser sur les dépenses de fonctionnement mais cela ne permettra pas de compenser les dépenses nouvelles.

A terme, les Etats ne pouvant assumer tous les besoins, confieront peut-être les services de l'éducation et de la santé au secteur privé, voire une partie de la défense à des milices privées et peut-être choisiront-ils de réserver l'Etat Providence aux seuls plus pauvres.

- **L'enjeu industriel** : la nécessaire renaissance industrielle est une clé pour la défense des classes moyennes, pour la transition climatique, et pour gagner en indépendance vis-à-vis de la Chine.
- **L'enjeu sociétal** : hier on se sacrifiait pour les générations futures, aujourd'hui c'est le contraire. Un exemple, les prêts immobiliers, hier à cinq ans, aujourd'hui sur une génération, alimentent l'inflation des prix immobiliers, donc il y a bien une rente perçue sur les générations futures qui doivent sans cesse s'endetter davantage.

Genève, le 19 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](mailto:info@singalliance.com)

**SingAlliance (Switzerland) SA**

16bis rue de Lausanne  
1201 Geneve  
Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: [info.switzerland@singalliance.com](mailto: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 9685 9300  
E: [info.hongkong@singalliance.com](mailto: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](mailto: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.