

Lettre n°128

L'endettement public, ce lent poison pour l'économie mondiale.

« *Ce grand aveuglement où chacun est pour soi* » Molière.

Ce mot de Célimène à Arsinoé dans la fameuse pièce Le Misanthrope résume l'attitude des Etats dans le monde, ces dernières décennies. Et aujourd'hui, les marchés financiers doivent composer avec la triste séquence : aggravation de l'endettement, dégradation des notes, tensions sur les taux et incidences du ralentissement de l'inflation.

- *Aggravation :*

La dette des Etats en montant a été multiplié par 4 depuis 2000 et la dette publique mondiale atteint, selon le FMI, 100 000 milliards de dollars, soit 93% du PIB mondial contre 83% en 2019 et 30% en 1970. Selon le FMI, les pays à plus forte dérive sont Etats-Unis, France, Italie et Afrique du Sud.

La dette publique nette, c'est-à-dire la dette moins les avoirs, était à moins de 50% du PIB en 2001 aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en France, à 75% au Japon et à 100% en Italie, aujourd'hui, elle dépasse 100% dans les 3 premiers pays cités, 133% en Italie, 150% au Japon.

Les intérêts sur la dette publique dans le monde ont atteint, selon le FMI, \$2000 milliards en 2023 (dont \$708 milliards Etats-Unis, \$196 milliards en Inde, \$176 milliards Chine, \$138 milliards au Royaume Uni, \$125 milliards au Brésil, \$90 milliards en Italie, \$59 milliards au Canada, \$56 milliards au Japon et en France) contre \$1000 milliards en 2010 et \$1300 milliards en 2020 et en 2027 ils pourraient s'élever à \$3000 milliards.

- *Dégradations :*

Année après année, depuis le 1^{er} choc pétrolier, l'endettement public mondial s'aggrave. Le nombre de pays honorés du AAA se réduit telle une peau de chagrin. Dernier exemple en date, les Etats-Unis, sanctionnés, sans surprise, ces derniers jours par l'agence Moody's. Dans le monde, on ne compte plus qu'une dizaine d'Etats, essentiellement européens, dotés de ce label : la Suisse, Singapour, la Norvège, le Danemark, la Suède, l'Allemagne, l'Australie, le Canada. De cet ensemble, la Suisse ressort à la première place avec une dette à 10 ans à 0.2%.

- *Tensions plus fréquentes sur les taux longs :*

Ces dernières décennies le monde a bénéficié de l'ouverture de la Chine et de la naissance d'une classe moyenne dans beaucoup de pays émergents, donc d'une augmentation de l'épargne mondiale favorable à une baisse des taux d'intérêt. Ce temps est fini.

Les tensions sur les taux mondiaux reflètent des inquiétudes face à l'avenir et un coût de refinancement accru.

Les taux à 10 ans britanniques sont passés de 0.2% en janvier 2021 à 4.60% aujourd'hui, en France de -0.4% à 3.2%, en Allemagne de -0.6% à 2.5% et au Japon de 0 à 1.5%. Une forte hausse donc, même si les niveaux sont encore éloignés de 2007.

- *Incidences du ralentissement de l'inflation ?*

Si l'inflation a été négligeable entre 2000 et 2020, la Covid a provoqué une résurgence temporaire. Ainsi, l'inflation cumulée entre décembre 2020 et fin 2023 a-t-elle pu dépasser 20% dans de nombreux pays, comme au Royaume-Uni.

Cette inflation temporaire a permis de réduire la dette publique en pourcentage du PIB car la croissance nominale des économies a été supérieure au taux d'intérêt moyen de la dette. Ainsi, dans les pays développés, selon le FMI, elle a baissé de 124% du PIB en 2020 à 112% en 2023. Mais elle reste élevée et la baisse des taux d'inflation complique la situation des finances publiques de nombreux Etats.

Analysons cette lente mais ininterrompue détérioration des finances publiques dans le monde. On ne reviendra pas sur la situation préoccupante des Etats-Unis examinée en profondeur dans la Lettre 127.

La dérive de l'endettement en Europe :

Entre 2007 et 2024, la dette publique dans la zone Euro est passée de 65% à 87.4% après un pic à 92% en 2014.

- *Quelques exemples de maîtrise :*

Entre 2013 et 2023, les dépenses publiques ont baissé au Danemark de 55.6% du PIB à 46.8%, en Grèce de 63% à 50%, en Slovénie de 60% à 47%.

Si, dans l'U.E, le déficit budgétaire atteint encore 3.6% du PIB en 2024, c'est à cause de 3 pays : la France, avec un déficit à 5.5%, l'Italie à 7.2% et la Pologne à 5.3% du PIB.

- *L'exception française :*

La dette publique en France est passé de 21% du PIB en 1980 à 67% en 2007, 98% en 2019 et 112% aujourd'hui. Les prélèvements obligatoires sont déjà à 46% du PIB. Le déficit primaire, c'est-à-dire avant €50 milliards d'intérêts sur la dette, est proche de 4% du PIB, ce qui suppose un ajustement d'environ 120 milliards d'euros au moment où il faudrait augmenter les investissements dans la transition énergétique et la défense nationale.

La dérive de l'endettement en Grande Bretagne :

- *L'incapacité à maîtriser la dette publique :*

Depuis décembre 2021, le taux d'intérêt réel après inflation est passé de -3.4% à 1.3% en janvier 2025. Aujourd'hui la dette ne peut être stabilisée car le déficit budgétaire est élevé à plus de 5% du PIB en 2024, après 6% en 2023 et car le taux réel sur la dette est supérieur à la croissance du pays. Cela pourrait fragiliser les hypothèses de croissance.

La chancelière de l'Echiquier, madame Reeves, pour financer le budget prévoit £38 milliards d'emprunts, l'équivalent de 1.2% du PIB. Mais, les marchés s'inquiètent du risque d'une croissance plus faible et dans ce cas, il sera difficile de réaliser un excédent budgétaire hors intérêts sur la dette et il y aura un risque de tensions accrues sur les taux.

La prime avec la dette allemande est à 2.1 points et a même atteint 2.3 points, niveau le plus élevé depuis 1990.

- *L'insuffisance de l'épargne :*

Le problème structurel de la Grande-Bretagne, un peu comme aux Etats-Unis, c'est la faiblesse du taux d'épargne, 14% du PIB, contre 20% en Italie et 22% en France. Ainsi il y a une dépendance aux capitaux étrangers pour le financement de la dette. Récemment le taux à 30 ans a touché 5.6%, son plus haut niveau depuis 1998.

La dérive de l'endettement au Japon :

- *Le pire exemple :*

La dette publique était à 63% du PIB en 1990 mais à 255% en 2024 et dans le même temps, le taux d'inflation a atteint un niveau inconnu de 3.5% en avril. Le premier ministre Ishiba vient de déclarer la situation financière du pays pire que celle de la Grèce.

Selon le FMI, le déficit primaire annuel moyen entre 2008 et 2023 a été à 5.2% du PIB. Un taux seulement dépassé par les Etats-Unis à 5.3% du PIB, car il a atteint 4.1% au Royaume-Uni, 2.9% en France, 0.2% en Italie.

- *La montée des inquiétudes :*

La Banque centrale détient plus de la moitié de la dette publique japonaise et elle a longtemps plafonné les taux à 10 ans à 0.9%. Elle voudrait normaliser peu à peu sa politique monétaire mais un doublement de ce taux élèverait la charge de la dette à 17% du budget contre moins de 9% en 2024. Aujourd'hui, le taux à 10 ans est à 1.5% et l'inquiétude pousse le taux à 30 ans à un niveau inédit de 3.14% car les assureurs vie ont annoncé vouloir réduire leur exposition sur les dettes longues.

Les banques locales, détentrices de 600 milliards de dollars d'obligations japonaises, pourraient souffrir d'une remontée des taux d'intérêt. Néanmoins, elles gagneraient davantage sur leur placement et sur les marges d'intérêt et donc nous restons positifs sur ce secteur.

La dérive de l'endettement en Chine :

- *Un contexte de déflation :*

La Chine avait connu la déflation fin 2020-début 2021 et elle doit y faire face à nouveau depuis la fin 2023. Le taux à 10 ans est tombé à 1.6% et la Banque centrale en 2024 a baissé plusieurs fois son taux directeur, afin notamment, d'alléger la charge financière sur les emprunteurs immobiliers. Le gouvernement finance sa dette à taux apparemment bas mais en fait non car le pays est en déflation. Le cœur bien connu du problème, c'est l'insuffisance de la consommation. Ainsi, l'épargne privée, 36% du PIB, est très supérieure au taux d'investissement, 21% du PIB.

- *Un déficit budgétaire mésestimé :*

Le déficit budgétaire selon Fitch serait en fait de 7.1% du PIB en 2024 et le FMI l'estime même à 13% du PIB car il convient de réintégrer les emprunts effectués par les gouvernements locaux.

- *Une dette publique en croissance rapide :*

Si la dette de l'Etat central est faible, à 25% du PIB, celle des collectivités représente environ une fois le PIB, chiffres probablement sous-estimés. Selon Fitch, les recettes publiques sont tombées de 30% du PIB en 2018 à 23% en 2024 car le gouvernement ne gagne plus rien de la vente de terrains.

Ainsi la dette publique serait à 129% du PIB, en croissance rapide, et ne laisserait guère la place à de nouvelles mesures de stimulation.

Les perspectives sont sombres car le vieillissement de la population signifie, selon le FMI, une hausse de près de 10 points de PIB des dépenses de retraite d'ici 2050.

A côté de la dette publique, la dette non financière approche 2 fois le PIB, niveau élevé pour un pays émergent et ainsi, globalement, le ratio d'endettement du pays fin 2024, est 3.1x le PIB, soit 30 points de plus qu'en 2021 et un niveau supérieur à l'endettement américain.

La dérive de l'endettement dans les pays émergents :

Les pays émergents, surtout s'ils sont endettés en devises, sont dans une situation de plus en plus délicate. Leur dette publique atteint un record à 70% du PIB. En Afrique, selon la BAD (Banque africaine du développement), la dette publique a beaucoup augmenté depuis 2010, de 31% du PIB à 67%. Hors d'Afrique, beaucoup de grands pays ont des déficits élevés, l'Inde, à 8% du PIB, le Brésil, à près de 10% du PIB. Seul se distingue récemment l'Argentine, car après les coupes budgétaires, le pays affiche un excédent primaire du budget. Mais, la situation reste fragile.

- La réduction des aides :

Les prêteurs occidentaux, aux prises avec leurs besoins internes et leurs difficultés budgétaires, sont moins présents. La Chine, aux prises avec le ralentissement économique, la bulle immobilière et les surcapacités industrielles, collecte désormais plus de remboursements qu'elle n'octroie de prêts. En 2023, les pays les plus pauvres ont subi des sorties de capitaux privés et les aides nettes du FMI diminuent, -\$5 milliards en 2023 après +22 milliards en 2009.

- Le poids des intérêts :

Les intérêts de la dette en pourcentage des recettes budgétaires sont un problème, la pire situation étant le Pakistan avec 60%, devant l'Égypte à 40%.

Selon *Stiglitz*, 3.3 milliards de personnes vivent dans des pays émergents où la charge de la dette dépasse les dépenses pour la santé et 2.1 milliards dans des pays où les intérêts de la dette excèdent annuellement les dépenses d'éducation.

Selon la Banque mondiale, 73 pays, en 2024, auraient consacré davantage d'argent au paiement des intérêts qu'à la santé, à l'éducation et aux infrastructures.

- La dépendance à la Chine :

Selon le cabinet d'étude australien Lowy, les pays émergents, notamment 75 pays vulnérables, membres des Routes de la Soie, sont devenus très dépendants à la Chine. Sur un total de \$35 milliards à rembourser cette année, \$22 milliards, seront en faveur de la Chine. Pire encore, en 2024, les remboursements à la Chine ont été supérieurs de \$34 milliards aux nouveaux décaissements. Et cela devrait perdurer ces prochaines années. Dernière marque des abus chinois, les taux de prêts facturés par la Chine, environ 2.7% pour les pays africains, sont très supérieurs aux 1.4% facturés par les autres prêteurs bilatéraux.

Conclusion : « *Ne remettez pas à demain, ce qui peut être remis au surlendemain* » *Mark Twain*.

Les Etats ont choisi la procrastination. Dans la ligne du mot de Mark Twain, ils ont recouru à 2 artifices qui aujourd'hui suscitent 2 inquiétudes :

- Déficit budgétaire et dette comme moyen de doper la croissance ?

Entre 2008 et 2020, les banquiers centraux ont recouru au « Quantitative easing », taux zéro et achats de dettes publiques. Depuis 2020, le déficit budgétaire a été substitué au taux 0 comme stimulant de la croissance. Mais cet endettement croissant n'a nulle part empêché un ralentissement de la croissance économique, une diminution des taux d'investissement et, nonobstant ce laxisme budgétaire, le FMI, sur la période 2024-2028, n'anticipe qu'une croissance réelle de 1.9% par an aux Etats-Unis, 1.8% par an au Canada, 1.6% par an en France et au Royaume-Uni, 1.4% en Allemagne, 0.9% en Italie et 0.6% au Japon.

Reste une question : quelle serait la croissance économique aux Etats-Unis, en France, en Italie ou au Royaume-Uni si ces pays décidaient de supprimer leur déficit budgétaire ?

- Déficit budgétaire et dette comme moyen d'acheter la paix sociale ?

On a confusément l'impression d'un oubli des disciplines budgétaires pour acheter la paix sociale et pour pallier la stagnation du niveau de vie des classes moyennes.

Mais, les politiques monétaires expansionnistes ces dernières décennies ont renforcé l'appréciation de la bourse et la hausse des prix immobiliers, donc les inégalités car les détenteurs de patrimoine ont été avantagés.

- **Déficit budgétaire et dette comme facteurs d'éviction à la croissance :**

Quel serait l'état des finances publiques si entre 2008 et 2020 les banques centrales n'avaient pas mis en place le « quantitative easing » c'est-à-dire la politique des taux 0 pour abaisser artificiellement le coût de la dette ?

Dans le même temps, on ne peut ignorer le fâcheux effet d'éviction sur l'investissement privé par la dépense publique. Car, des taux artificiellement bas dissuadent la prise de risque, l'investissement et encourage les placements liquides sur les marchés financiers.

- **Déficit budgétaire et dette comme facteurs d'inquiétude pour les marchés :**

Au regard de l'accroissement substantiel de la dette publique dans le monde, les taux longs, sauf peut-être en Suisse, ne retomberont pas au niveau 0 ou négatif d'avant la Covid.

D'ici 2026, selon le FMI, la dette publique mondiale à renouveler devrait être de \$33 000 milliards et ainsi les banques centrales risquent d'être obligées d'injecter des liquidités.

A plus long terme, la diminution de la population en âge de travailler et l'augmentation de la part de la population âgée vont réduire l'épargne et contribuer à accroître les taux d'intérêt réels. Cette raréfaction de la main-d'œuvre et ce vieillissement vont exercer des pressions à la hausse sur les salaires et l'inflation car de plus en plus de personnes consomment sans produire.

Genève, le 05 juin 2025

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay
#12-01 Hong Leong Building
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

Rue du Mont-de-Sion 6
1206 Genève
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.