

## Lettre n°140

### L'évolution de l'endettement mondial.

« *Que de maux et de pleurs nous coûterons nos pères* » Corneille dans le Cid.

Déjà, en 2018, *Le Cercle Turgot* dans son livre « Les dettes publiques à la dérive », s'alarmait de l'aggravation sans limites de l'endettement à l'échelle mondiale, mais, depuis lors, dans une majorité de pays, la détérioration des finances publiques est encore plus patente. Les tensions sur les taux longs, la pentification des courbes de taux ne disent rien d'autre.

Si, entre 1995 et 2007 on avait pu observer dans plusieurs pays une résorption des dettes publiques, rien de tel récemment et, l'endettement, le fardeau transmis aux générations futures, comme un écho au mot de *Corneille* en exergue, devient la préoccupation première. Beaucoup s'inquiètent de la situation mais concrètement on n'entrevoit pas de plan de stabilisation de l'endettement.

Un endettement jugé excessif est un frein à la croissance car les contribuables redoutent une aggravation de la fiscalité et accroissent leur épargne et car, dans le même temps, le refinancement de la dette étatique provoque un effet d'éviction, susceptible de pénaliser l'investissement privé. *Hayek*, condamnait ainsi l'endettement public, source de distorsion favorisant des investissements inefficaces et cause à long terme d'une stagflation.

Alors, faut-il augmenter les recettes ? Diminuer les dépenses ? Pour mieux appréhender les enjeux, on rappellera brièvement les causes de l'aggravation de l'endettement, puis on examinera l'évolution de cet endettement et, enfin, on analysera les solutions envisageables.

#### **Les causes de l'endettement :**

Le problème de l'endettement est là pour durer et s'aggraver. En cause, une pluralité de facteurs : le vieillissement donc une moindre croissance économique, une inévitable dérive des dépenses de protection sociale, retraites et santé, une hausse des budgets de défense, un coût élevé, \$18800 milliards ces 20 dernières années dans le monde, pour financer la transition énergétique, un laxisme budgétaire des gouvernements soucieux de préserver la paix sociale.

Le ralentissement de la croissance du PIB dans le monde vient aviver ce problème. Avant, une croissance de 2 à 3%/an signifiait un doublement du PIB en 25/35 ans ; désormais, une croissance de 0.5% à 1%/an, requiert 70 à 100 ans pour un doublement. Cette faible croissance est cause de frustrations des populations, de révoltes épisodiques et favorise l'accès au pouvoir de gouvernements populistes, peu soucieux de rigueur budgétaire.

Conséquence de cet endettement, une hausse des taux d'intérêt à long terme, des taux supérieurs à la croissance nominale, un cercle vicieux malaisé à endiguer.

#### **L'évolution de l'endettement dans le monde :**

Selon l'IIF (Institute of International Finance), la dette mondiale, après une hausse de \$26 400 milliards sur les seuls 9 premiers mois 2025, atteint 3.1x le PIB mondial, soit \$346 000 milliards. En 1970, elle équivalait à 1x le PIB mondial !

Dans ce total, la dette des entreprises atteint \$100 000 milliards mais, la préoccupation majeure, selon le dernier rapport du FMI, est l'augmentation depuis 2008 de la dette publique mondiale et, pire encore, depuis la veille

de la pandémie. De 40% du PIB dans les pays développés en 2008, la dette publique est passée à 109% du PIB. Entre 2019 et 2024, la dette publique a certes baissé de 21 points au Portugal, et 18 points en Belgique mais elle a augmenté de 16 points en Grande Bretagne, 15 points en France et beaucoup aux Etats-Unis.

Cause de cet endettement, le déficit budgétaire moyen dans l'OCDE, 4.5% en 2024, contre une moyenne de 2.9% les 4 années précédant la Covid.

Conséquence de l'endettement et des tensions sur les taux longs, les intérêts sur la dette ont augmenté de 11% à \$2720 milliards en 2024 et atteignent 3.3% du PIB. Un exemple, la France : de moins de 1% il y a 10 ans, le coût des obligations à 10 ans est passé à 3.5%, ce qui renchérit le service de la dette et peut inquiéter à terme sur la solvabilité.

En 2024, selon l'OCDE, les Etats et les entreprises ont dû lever \$25000 milliards sur les marchés. En 2025, les Etats-Unis empruntent \$5000 milliards dont \$3000 milliards pour rembourser les dettes passées et \$2000 milliards pour financer le déficit budgétaire. Le Royaume-Uni émet £300 milliards, la France, €300 milliards, l'Italie, €330 à 350 milliards. L'Allemagne pour financer son nouvel effort d'investissement va également beaucoup emprunter. Il y a donc concurrence entre les Etats pour attirer les capitaux, donc risque de tension sur les taux à long terme.

#### - *Les Etats-Unis :*

A sa naissance, le pays avait une dette publique représentant 30% du PIB. Un point haut à 112% du PIB fut atteint à la fin de la deuxième guerre, avant une réduction graduelle jusqu'au 1<sup>er</sup> choc pétrolier. La dette a recommencé à augmenter sous Reagan car il a conjugué baisses d'impôts et hausse de l'effort militaire. Si, Clinton est ensuite parvenu à réduire la dette, depuis 2001, elle s'est accrue rapidement : il y a d'abord eu avec l'élection de Bush, l'augmentation de l'effort militaire en Irak et en Afghanistan, puis, après la crise financière de 2008, des plans de relance avec Obama, et avec Trump, une réduction des impôts et une hausse des dépenses militaires. De \$3300 milliards en 2001, la dette fédérale a explosé pour approcher \$38 000 milliards en 2025, sensiblement plus d'1x le PIB. Il n'est guère possible d'envisager à ce stade une réduction de l'endettement car le pourcentage de dépenses discrétionnaires est faible. Ces dépenses fédérales qui représentaient 5% du PIB, à la veille de 1929, ont ensuite augmenté et atteignent désormais 25% du PIB sans que Musk soit parvenu à les réduire. Selon S&P, la charge de la dette, \$973 milliards en 2025, va passer de 3% du PIB en 2024 à 3.8% en 2028. A l'horizon de 2030, le FMI redoute une dette à 143% du PIB pour les Etats-Unis car la récente loi fiscale de Trump, le « BBB Act » ne sera pas compensée par les recettes de droits de douane.

#### - *Le Japon :*

Au Japon, entre 1973 et 1985, l'endettement public est passé de 10% à plus de 60% du PIB, puis, entre 1990 et le début des années 2000, il a triplé pour atteindre 235% du PIB. Depuis 20 ans, le déficit budgétaire a chaque année excédé 6% du PIB, sans espoir d'amélioration, puisque la nouvelle Premier Ministre entend augmenter les dépenses.

La charge de la dette publique représente 1/4 du budget et les dépenses sociales (retraites...) 1/3 du budget. Sous le gouvernement Abe, entre 2012 et fin 2017, la Banque du Japon a porté de 12% à plus de 40% sa détention de dette publique pour un montant équivalent à 70% du PIB.

#### - *L'UE :*

La dette publique représente 87.8% du PIB en zone €, avec 137% en Italie, 146% en Grèce mais 64% en Allemagne. Et, incidemment, observons que les pays les plus endettés ont souvent le chômage le plus élevé !

Le déficit budgétaire a atteint 3.6% du PIB en 2024, dont 5.5% en France, 7.2% en Italie et 5.3% en Pologne.

Pour stabiliser cette dette, un excédent budgétaire primaire s'impose. La France en est loin avec un déficit primaire à 3.2%, une croissance potentielle de 1% et une inflation de 1.2%. Les dépenses nettes sont de €444 milliards, les recettes de €308 milliards, le déficit, €139 milliards représente 45% des recettes de l'Etat et ainsi la note du pays a été abaissée à A+. Inquiets, les ménages gardent une épargne très élevée à 19% de leurs revenus. Les baisses d'impôts depuis 2017, €60 milliards, ont été pour l'essentiel la suppression de la taxe d'habitation et la baisse de l'IS. La baisse de la fiscalité du capital, c'est seulement €6 milliards.

- ***La Grande Bretagne :***

La situation est assez comparable à celle de la France, le déficit budgétaire est à 5.7% du PIB, la dette publique supérieure à 100% du PIB, mais le pays ne bénéficie pas de la protection de l'€ et de la Banque centrale européenne et supporte ainsi le plus élevé taux à 10 ans des pays du G7, 4.6%. La dette publique nette a augmenté de près de 60% depuis 2007. L'inflation, encore à 3.2%, freine la baisse des taux.

- ***La Chine :***

L'aggravation de l'endettement impressionne autant par la rapidité de sa progression que par son volume actuel. En 2006, il n'excédait pas 1.5x le PIB, en 2017, 2.7x le PIB et aujourd'hui plus de 3x. Le recours à la dette a permis de conjurer les conséquences du ralentissement mondial en 2008/2009 puis d'essayer de maintenir la croissance mais, aujourd'hui, les mauvaises créances s'accumulent et les entreprises chinoises sont les plus endettées du monde.

L'Etat finance à un coût anormalement bas les entreprises publiques, ce qui crée un effet d'éviction pour les entreprises privées.

- ***Les pays émergents :***

La dette publique semble faible, 45% du PIB, mais inquiète le FMI car les marges de manœuvre budgétaires de ces pays sont limitées et leur accès au financement sont contraints par des taux d'intérêt élevés.

La dette des pays à revenu intermédiaire ou faible revenu n'a jamais été aussi élevée : \$8900 milliards, selon la Banque mondiale, dont \$1200 milliards pour les 78 pays les plus vulnérables et, rien qu'en intérêts ces pays ont versé \$415 milliards. Autant d'argent indisponible pour l'éducation, les soins, les infrastructures, autant de freins à la croissance. Depuis quelques années, les remboursements dépassent les nouveaux prêts et 56 pays sont ainsi considérés dans une situation très difficile.

En résumé, le risque devant l'aggravation de la dette un peu partout dans le monde, c'est davantage de tensions sur les taux longs et un renchérissement du service de la dette.

**Quelles solutions à la dérive de l'endettement ?**

- ***La croissance économique :***

Entre 1945 et 1975 la dette européenne avait été réduite de plus de 200% du PIB à 50% grâce à une croissance réelle nette du PIB supérieure à 3%.

Aujourd'hui, l'Espagne, par exemple, profite d'une croissance de 3.2%, près de 5 fois supérieure à la moyenne européenne, essentiellement grâce au développement du tourisme et à l'immigration, voit son ratio d'endettement baisser. Mais, peu de pays peuvent s'enorgueillir d'une telle conjoncture.

- ***La diminution des dépenses :***

Faute de croissance et confrontés à la nécessité de stabiliser leur dette, les Etats doivent envisager une diminution des dépenses publiques ou une hausse des impôts.

En Europe, l'Allemagne a pu réduire sa dette publique de 80% en 2010 à 64% aujourd'hui. Mais, la rigueur budgétaire semble être une notion surannée. En Europe, le respect de la règle des 3% de déficit budgétaire ou de la limite du ratio d'endettement public à 60% du PIB sont oubliés. Pour beaucoup d'Etats, revenir à 60% supposerait des années d'excédent primaire supérieur à 5%. Ceci semble irréaliste car les peuples n'accepteront pas ainsi l'austérité requise.

En Italie, Meloni, pour réduire la dépense publique, a supprimé l'équivalent du RSA en France et le soutien à la rénovation énergétique. Le déficit budgétaire devrait être de 3% en 2025 contre 7.2% en 2023. Mais, malgré la régularisation de 1 million d'immigrés, la pénurie de main-d'œuvre demeure et la croissance économique reste faible à 0.7%.

Au Portugal, en 2010, la balance courante était déficitaire de 10% du PIB et le taux d'épargne des Portugais était à 9% de leurs revenus. Entre 2011 et 2013 le gouvernement de droite a réduit les salaires de 3.5% pour les fonctionnaires gagnants plus de 1500€/mois. En 2013, les salariés et les retraités ont perdu 4 jours fériés, leur 13<sup>ème</sup> et 14<sup>ème</sup> mois et ont subi une augmentation des cotisations de 7% tandis que la TVA sur le gaz et l'électricité passait de 6 à 23% et que les tarifs dans les transports publics étaient augmentés de 20%.

En France, une réduction de €45 milliards de dépenses ne suffirait pas à stabiliser la dette. Il faut une diminution équivalant à 3.2% du PIB car tel est le déficit primaire. Le spread avec l'Allemagne, 0.8 point, ampute la croissance économique d'un pourcentage similaire. La charge de la dette, selon S&P, devrait passer de 2.1% du PIB en 2024 à 3.2% en 2028.

En Europe, depuis l'an 2000, plusieurs pays ont réussi à un moment donné à réduire leur rendement, exemple, l'Irlande, la Belgique, le Danemark, la Suède ou les Pays-Bas. Mais, aujourd'hui, à l'échelle européenne, compte tenu d'une croissance économique réduite à 1 ou 2%, il faudrait réaliser un excédent budgétaire annuel de 5 à 7% pendant plus de 10 ans, pour revenir à un ratio de dette publique à 60% du PIB, ce qui n'est pas réaliste.

### - *Que penser du Quantitative Easing ?*

Une politique monétaire restrictive a un effet récessif. Aussi, les banques centrales ont souvent un biais expansionniste. Le QE est une politique d'action sur les taux à long terme pour alléger la charge de la dette des Etats, un rachat de titres, essentiellement publics, pour rendre supportable un endettement public excessif.

Depuis 2008, dans les pays de l'OCDE, le laxisme monétaire a été important. Certes, « le quantitative easing » a été arrêté il y a quelques années, les taux d'intérêt négatifs ont disparu mais aujourd'hui, au Japon et en Grande-Bretagne, la banque centrale détient environ 50% de la dette publique, dans la zone Euro, un tiers, et aux Etats-Unis 25%.

Si Trump parvient à contraindre la FED d'abaisser les taux à 1%, les tensions sur les taux longs seront fortes. Il concentrera alors le financement de la dette américaine sur des échéances courtes, ce qui accentuera la vulnérabilité des Etats-Unis.

Le QE est souvent jugé sans incidence sur l'octroi de crédits privés mais la « répression financière », c'est-à-dire le maintien des taux à un niveau inférieur où ils devraient être, inférieurs à la croissance nominale, est dangereuse car elle retire aux taux leur fonction d'indicateur de marché. Quand les taux d'intérêt sont faibles, on ne sait plus calculer la valeur des actifs à long terme et ainsi apparaissent des bulles. L'abondance de liquidités fait baisser les primes de risque et oblige les investisseurs à choisir entre des liquidités et des actifs risqués.

Les banques centrales, avec le QE, sont devenues des grands fonds d'investissement qui favorisent l'appréciation des Bourses, empêchent les taux longs d'augmenter. Dans le même temps, Bâle III incite les banques à détenir des obligations d'Etat comme actifs sans risque et peu exigeants en fonds propres. Mais cette politique monétaire laxiste n'a pas permis de stimuler l'investissement

Si les taux sont inférieurs aux taux réels, une partie de la dette est gommée et cela équivaut à un transfert des épargnants vers l'Etat, une sorte d'impôt. Le niveau bas des taux provoque une baisse généralisée du rendement des différents actifs obligataires. Est donc à prévoir une diminution du pouvoir d'achat des retraités, une « euthanasie des rentiers » pour reprendre le mot de **Keynes**. Cette spoliation accentuera l'aversion au risque, donc l'atonie de la croissance.

Dans l'UE, l'Euro est « un bienfait maléfique » car certaines économies, la France aujourd'hui, échappent à la sanction des taux élevés ou de la dépréciation monétaire et pensent pouvoir se dispenser des efforts de compétitivité.

- *La théorie monétaire moderne de Stéphanie Kelton :*

Professeure aux Etats-Unis, elle est favorable au déficit public pour assurer le plein emploi, lutter contre la pauvreté, améliorer la protection sociale, augmenter les investissements publics et elle suggère de financer ce déficit par la création monétaire avec des taux d'intérêt bas.

L'approche libérale conteste cette approche. Des taux très faibles favorisent les Etats dans leur endettement mais pénalisent l'investissement privé, donc l'augmentation du capital productif, car la rentabilité exigée du capital, supérieure au taux d'intérêt, décourage l'investissement dans des projets privés.

**Conclusion :** « *La dette publique n'est pas un fortifiant mais un parasite. Le retour à la confiance par le désendettement, voilà sans doute le meilleur investissement que l'on puisse faire.* » *Peyrelevade.*

Malgré les politiques non conventionnelles poursuivies depuis de nombreuses années, la contrainte de l'endettement demeure et la croissance économique reste fragile.

Autant les entreprises cherchent en permanence à s'adapter à la concurrence internationale, autant les Etats négligent les contraintes et laissent filer la dette publique, une dérive indolore à court terme mais coûteuse à moyen terme.

L'inflation ne pouvant être la solution car les freins à l'inflation sont nombreux, reste à espérer plus de croissance économique, si l'IA tient ses promesses, et, dans l'intervalle, les banques centrales s'efforcent de maintenir les taux à un niveau bas, si possible inférieur à la croissance.

Genève, le 18 décembre 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 | Genève**

Rue du Mont-de-Sion 6,  
1206 Genève, Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: info.switzerland@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

**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 (Switzerland) SA | Zürich**

Bahnhofstrasse 37,  
8001 Zürich, Switzerland  
T: +41 76 628 12 36  
E: info.switzerland@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.