

CIO Flash Bulletin

L'endettement, une épée de Damoclès?

Investment Solutions

30 avril 2018

La dette souveraine a atteint son plus haut niveau depuis la crise financière, d'après le Fonds monétaire international¹. Après une longue période de faibles taux d'intérêt, la dette publique a atteint 164,000 milliards de dollars, soit l'équivalent de 225% du PIB global en 2016, au point que l'endettement mondial est supérieur de 12% à son niveau de 2009.

A-t-on raison de s'inquiéter de ces niveaux record?

Le dernier rapport semestriel du FMI, baptisé Moniteur des finances publiques, a fait beaucoup de bruit, sans pour autant fournir suffisamment d'informations aux investisseurs – qui ont traversé une décennie de perturbations sur les marchés – qui leur auraient permis de savoir si les gros titres sur la dette souveraine constituaient ou non une nouvelle source d'inquiétude.

Depuis la crise financière, les dépenses publiques ont été accrues pour permettre de générer de la croissance économique et les banques centrales ont injecté de la liquidité dans le système bancaire à l'aide d'outils non conventionnels, à l'image des programmes d'achats obligataires destinés à faciliter le financement des acteurs. Or aujourd'hui, les politiques monétaires sont en cours de normalisation, les taux d'intérêt américains augmentent progressivement et la volatilité fait son retour sur les marchés. Pourtant, après la crise dite des « subprimes » et celle de la dette européenne, ces niveaux d'endettement élevés constitueraient-ils une épée de Damoclès, la menace d'une nouvelle crise?

« La situation est convenable, mais l'environnement devient plus risqué » : tels sont les propos par lesquels David Lipton, Premier Directeur Général Adjoint du FMI, a résumé ce rapport lors d'un récent entretien avec Bloomberg. D'après lui, certaines économies, dont les États-Unis, ne disposent pas de la marge de manœuvre budgétaire suffisante dans l'hypothèse d'une stagnation de l'économie mondiale. Il faut diminuer le ratio dette/PIB, a-t-il conclu « car on ne sait jamais ce que nous réserve l'avenir ».

Nous devons replacer ces informations dans le contexte d'une réallocation globale de la dette entre les économies émergentes et les économies à revenu intermédiaire d'une part, et les économies développées d'autre part. Plus concrètement, les producteurs de matières premières tels que l'Arabie Saoudite, les Émirats Arabes Unis ou le Bahreïn, sont devenus des emprunteurs, même si leur dette ne représente qu'une part modeste de celle des économies développées.



Stéphane Monier
Chief Investment Officer, Lombard Odier Private Bank

¹ Moniteur des finances publiques du printemps 2018, Fonds monétaire international, 18 avril 2018

En comparaison d'il y a dix ans, la différence tient au fait que la dette s'autofinance et reste peu onéreuse aujourd'hui. Prenons par exemple le cas du Japon, dont la dette souveraine représente 236,4% du PIB, un niveau record, et qui n'a pourtant jamais payé aussi peu pour la financer. Si l'endettement du Japon et celui d'autres pays est peut-être la conséquence des injections artificielles réalisées par les banques centrales, nous continuons d'observer au sein de l'ensemble des régions du monde un niveau de croissance solide, et la plupart de nos indicateurs cycliques confirment ce scénario. Aucun d'entre eux ne signale la présence d'une récession ni d'un ralentissement prononcé des économies des États-Unis, de la Chine ou de la zone euro.

En y regardant de plus près, les chiffres publiés par le FMI montrent que les ratios dette/PIB ont atteint un point culminant en 2016. Dans ce contexte, le rapport du FMI devrait souligner que, pour la première fois depuis la crise financière et à l'exception des États-Unis et des économies émergentes, la dette mondiale se stabilise et est appelée à diminuer.

Les États-Unis font exception

Les États-Unis sont la seule économie à faire exception. En effet, le FMI prévoit que son ratio dette/PIB continuera d'augmenter pour atteindre 116,9% d'ici 2023 en raison des réductions d'impôts récemment votées et de la hausse des dépenses. Il semble très peu probable que les États-Unis rééquilibrent ce déficit tant qu'ils n'ont pas réappris que les chariots vont plus vite lorsque les chevaux sont placés en tête d'attelage et que les réductions des dépenses précèdent encore et toujours les baisses d'impôts.

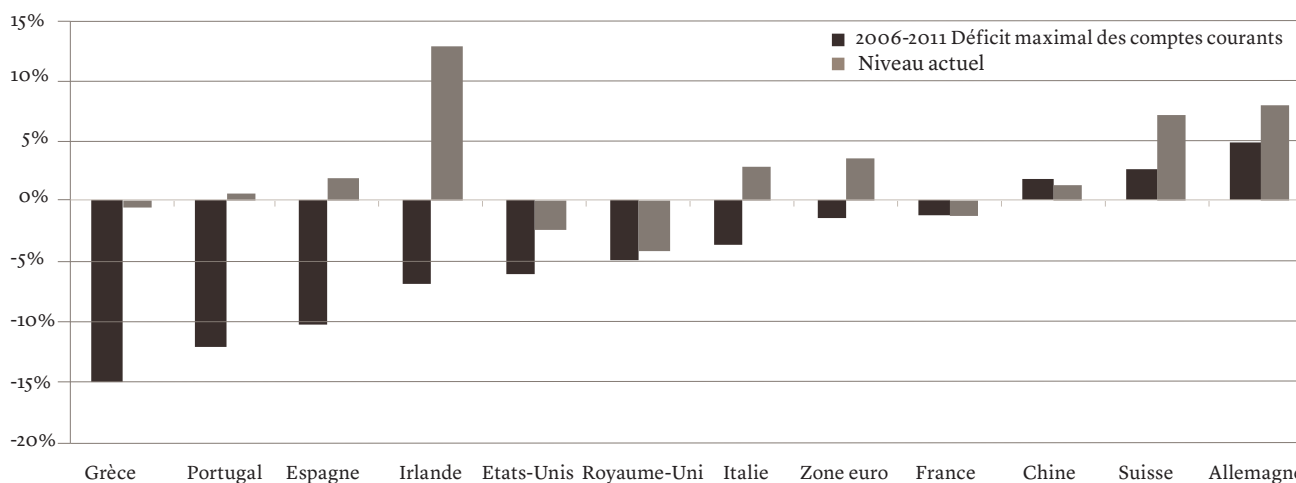
Toutefois, n'oublions pas que les États-Unis disposent d'un peu plus de marge de manœuvre budgétaire que les autres économies. En effet, ce pays continue de bénéficier du « privilège exorbitant », d'après l'expression de Valéry Giscard d'Estaing, à l'époque Ministre des Finances français, que confère la possibilité d'imprimer sa propre devise de réserve. Les États-Unis peuvent en effet imprimer un billet de 100 dollars pour quelques cents seulement, alors que « les autres pays doivent réunir 100 dollars de biens réels pour obtenir un seul dollar », comme l'a expliqué Barry Eichengreen, économiste de l'Université de Berkeley en Californie.

Des comptes courants plus solides qu'avant la crise

En étudiant plusieurs autres économies principales, y compris celles qui ont entraîné les plus fortes répercussions négatives à la suite de la crise financière, la plupart d'entre elles se trouvent dans une bien meilleure situation qu'avant la crise. Les comptes courants présentés ci-après (en pourcentage du PIB) sont plutôt en bonne santé et clairement loin de leurs niveaux d'avant la crise.

La seule exception possible à cette tendance est la Chine qui, depuis 2008, est à l'origine de près des trois quarts de la hausse mondiale de la dette privée. Maintenant que sa dette est équivalente à 234 pour cent de la production totale du pays, d'après le FMI, la Chine a adopté des règles plus strictes concernant son secteur financier et elle tâche de diminuer les volumes d'emprunts à risque. Et comme nous l'avons récemment indiqué dans notre dernier bulletin « CIO Viewpoint » intitulé « Le dragon chinois ne montre toujours pas de faiblesse »², la plupart de la hausse du ratio dette/PIB chinois tient à la dette des entreprises d'État contractée auprès des banques publiques, une réalité qui participe d'une stratégie plus large.

Comptes courants En % du PIB



Source: Bloomberg

² Publié le 23 avril 2018
<https://www.lombardodier.com/fr/contents/corporate-news/investment-insights/2018/april/china-bull-yet-to-show-cracks.html>

Conclusion

En résumé, la dette américaine n'a pas atteint un niveau qui nous amènerait à craindre une crise de l'ampleur de celle subie il y a une décennie. En d'autres termes, même si une crise devait survenir, elle prendrait probablement la forme d'une récession cyclique classique occasionnée par les relèvements de taux d'intérêt par les banques centrales ainsi que par l'inflation, étouffant ainsi la croissance économique.

C'est la raison pour laquelle les chiffres du FMI ne modifient en rien nos perspectives globales. Compte tenu de la normalisation des prévisions d'inflation, notre comité d'investissement a pris la décision lors de sa réunion récente de maintenir inchangée son exposition aux obligations. En effet, les marchés américains ont intégré les hausses des taux d'intérêt et la Banque centrale européenne reste engagée en faveur de taux de rémunération des dépôts négatifs et d'achats d'actifs au cours des six mois à venir.

Information importante

Le présent document de marketing a été préparé par Banque Lombard Odier & Cie SA ou une entité du Groupe (ci-après « Lombard Odier »). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait interdite, et ne s'adresse pas aux personnes ou entités auxquelles il serait illégal d'adresser un tel document. Le présent document de marketing est fourni à titre d'information uniquement et ne saurait constituer une offre ou une recommandation de souscrire, d'acheter, de vendre ou de conserver un quelconque titre ou instrument financier. Il reflète les opinions de Lombard Odier à la date de sa publication. Ces opinions et les informations exprimées dans le présent document ne prennent pas en compte la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques de chaque personne. Aucune garantie n'est donnée qu'un investissement soit approprié ou convienne aux circonstances individuelles, ni qu'un investissement ou une stratégie constituent une recommandation personnalisée pour un investisseur. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque client et est susceptible d'évoluer avec le temps. Lombard Odier ne fournit pas de conseils fiscaux. Il vous incombe par conséquent de vérifier les informations susmentionnées et toutes les autres informations fournies dans les documents de marketing ou de consulter vos conseillers fiscaux externes à cet égard.

Tout investissement est exposé à une diversité de risques. Avant d'effectuer une quelconque transaction, il est conseillé à l'investisseur de vérifier minutieusement si elle est adaptée à sa situation personnelle et, si nécessaire, d'obtenir un avis professionnel indépendant quant aux risques et aux conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, comptables ainsi qu'en matière de crédit. Les informations et les analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Lombard Odier ne garantit ni l'actualité, ni l'exactitude, ni l'exhaustivité desdites informations et décline toute responsabilité quant aux pertes ou dommages susceptibles de résulter de leur utilisation. Toutes les informations, opinions et indications de prix peuvent être modifiées sans préavis.

Les performances passées n'offrent aucune garantie quant aux résultats courants ou futurs et il se peut que l'investisseur récupère un montant inférieur à celui initialement investi. La valeur de tout investissement dans une monnaie autre que la monnaie de base d'un portefeuille est exposée au risque de change. Les taux peuvent varier et affecter défavorablement la valeur de l'investissement quand ce dernier est réalisé et converti dans la monnaie de base de l'investisseur. La liquidité d'un investissement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas disposer d'un marché secondaire bien établi ou s'avérer difficiles à valoriser dans des conditions de marché extrêmes, ce qui peut se traduire par une volatilité de leur cours et rendre difficile la détermination d'un prix pour la vente de l'actif.

Membres de l'UE: La publication du présent document a été approuvée par Lombard Odier (Europe) S.A., au Luxembourg, et de chacune de ses succursales opérant dans les territoires suivants: **Belgique:** Lombard Odier (Europe) S.A. Luxembourg · Succursale de Belgique; **France:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en France; **Italie:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale in Italia; **Pays-Bas:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Netherlands Branch; **Espagne:** Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España; et **Royaume-Uni:** Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch.

Avis aux investisseurs au Royaume-Uni: Lombard Odier (Europe) S.A. · UK Branch est autorisée au Royaume-Uni par la Prudential Regulatory Authority (PRA) et soumise à une réglementation limitée par la Financial Conduct Authority (FCA) et la Prudential Regulation Authority (PRA). **Vous pouvez obtenir, sur demande, auprès de notre banque plus de détails sur la portée de notre agrément et de notre réglementation par la PRA ainsi que sur la réglementation par la FCA. La réglementation britannique sur la protection des clients privés au Royaume-Uni et les indemnités définies dans le cadre du Financial Services Compensation Scheme ne s'appliquent pas aux investissements ou aux services fournis par une personne à l'étranger (« overseas person »).**

Par ailleurs, la publication du présent document a également été approuvée par les entités suivantes domiciliées au sein de l'Union européenne: **Gibraltar:** Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited; **Espagne:** Lombard Odier Gestión (España) SGIIC., S.A.

Suisse: Le présent document a été publié en Suisse par Banque Lombard Odier & Cie SA Genève, une banque et négociants en valeurs mobilières soumise à la réglementation de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Etats-Unis: ni ce document ni aucune copie de ce dernier ne peuvent être envoyés, emmenés, distribués ou remis aux Etats-Unis d'Amérique ou dans un de leurs territoires, possessions ou zones soumises à leur juridiction, ni à une Personne américaine ou dans l'intérêt d'une telle personne. A cet effet, le terme « US-Person » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, tout partenariat organisé ou existant dans un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, toute société soumise au droit des Etats-Unis d'Amérique ou d'un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou tout trust soumis à l'impôt fédéral des Etats-Unis d'Amérique quelle que soit la source de ses revenus.

Média: Pour votre information, Lombard Odier vous joint le CIO Flash Bulletin.

En relation avec l'utilisation du document ci-joint, Lombard Odier attire votre attention sur certaines particularités / conditions. Les informations sont destinées à votre usage personnel uniquement. Si vous citez Lombard Odier, merci de ne le faire qu'à titre de source d'informations. Pour la bonne règle, Lombard Odier vous rappelle que vous êtes entièrement responsable de l'utilisation des citations et du respect de la réglementation en vigueur. Les informations fournies ne constituent en aucun cas un conseil en placement ni une offre de services financiers, notamment à destination du public. Lombard Odier vous rappelle que la distribution du document reçu à des tiers sans son approbation préalable est interdite.

Le présent document de marketing ne peut être reproduit (en totalité ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales sans l'autorisation écrite et préalable de Lombard Odier.

© 2018 Banque Lombard Odier & Cie SA – Tous droits réservés. Ref. LOCH – GM – fr – 012018.

SUISSE

GENÈVE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

Rue de la Corraterie 11 · 1204 Genève · Suisse
geneve@lombardodier.com

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

Avenue des Morgines 6 · 1213 Petit-Lancy · Suisse
Support-Client-LOIM@lombardodier.com
Société de direction régulée par la FINMA.

FRIBOURG

Banque Lombard Odier & Cie SA · Bureau de Fribourg¹

Rue de la Banque 3 · 1700 Fribourg · Suisse
fribourg@lombardodier.com

LAUSANNE

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

Place St-François 11 · 1003 Lausanne · Suisse
lausanne@lombardodier.com

VEVEY

Banque Lombard Odier & Cie SA · Agence de Vevey¹

Rue Jean-Jacques Rousseau 5 · 1800 Vevey · Suisse
vevey@lombardodier.com

ZURICH

Banque Lombard Odier & Cie SA¹

Utoschloss · Utoquai 29-31 · 8008 Zürich · Schweiz
zurich@lombardodier.com

EUROPE

AMSTERDAM

Lombard Odier (Europe) S.A. · Netherlands Branch²

Herengracht 466 · 1017 CA Amsterdam · Nederland
amsterdam@lombardodier.com

Etablissement de crédit supervisé aux Pays-Bas par la De Nederlandsche Bank (DNB) et l'Autoriteit Financiële Markten (AFM).

BRUXELLES

Lombard Odier (Europe) S.A. Luxembourg · Succursale de Belgique²

Avenue Louise 81 · Boîte 12 · 1050 Bruxelles · Belgique
bruxelles@lombardodier.com

Etablissement de crédit supervisé en Belgique par la Banque nationale de Belgique (BNB) et par l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA).

GIBRALTAR

Lombard Odier & Cie (Gibraltar) Limited

Suite 921 Europort · P.O. Box 407 · Gibraltar
gibraltar@lombardodier.com

Société agréée et réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission (FSC) pour exercer des activités de services bancaires et d'investissement.

LONDRES

Lombard Odier (Europe) S.A.²

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · United Kingdom · london@lombardodier.com

La banque est autorisée et régulée au Royaume-Uni par la Prudential Regulation Authority (PRA) et assujettie à certaines des règles de la Financial Conduct Authority (FCA) et de la PRA. Vous pouvez obtenir, sur demande, auprès de notre banque plus de détails sur la portée de notre autorisation et de notre réglementation par la PRA ainsi que sur la réglementation par la FCA. Enregistrée au Luxembourg n° B169 907.

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · United Kingdom · london@lombardodier.com

Société d'investissement soumise à la réglementation et à la surveillance de la Financial Conduct Authority (registre de la FCA n° 515393).

¹ Banque privée et négociants en valeurs mobilières soumis à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

² Succursale de Lombard Odier (Europe) S.A., un établissement de crédit basé au Luxembourg agréé et sous la surveillance de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au Luxembourg.

LUXEMBOURG

Lombard Odier (Europe) S.A.

291, route d'Arlon · 1150 Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com

Etablissement de crédit supervisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au Luxembourg.

Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

291, route d'Arlon · 1150 Luxembourg · Luxembourg
luxembourg@lombardodier.com

MADRID

Lombard Odier (Europe) S.A. · Sucursal en España²

Paseo de la Castellana 66 · 4^a Pl. · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com

Etablissement de crédit supervisé en Espagne par Banco de España et la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Lombard Odier Gestión (España) S.G.I.I.C, S.A.U

Paseo de la Castellana 66, 4^a Pl · 28046 Madrid · España · madrid@lombardodier.com

Société de gestion soumise à la surveillance de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

MILAN

Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale in Italia²

Via Santa Margherita 6 · 20121 Milano · Italia
milano-cp@lombardodier.com

Etablissement de crédit supervisé en Italie par la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) et la Banca d'Italia.

MOSCOU

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Moscow

82 Sadovnicheskaya Street · 115 035 Moscow · Russian Federation · moscow@lombardodier.com

Placé sous l'autorité de surveillance de la Banque centrale de la Fédération de Russie.

PARIS

Lombard Odier (Europe) S.A. · Succursale en France²

8, rue Royale · 75008 Paris · France.
RCS PARIS B 803 905 157 · paris@lombardodier.com.

Etablissement de crédit dont les activités en France sont soumises à la surveillance de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour ses activités de services d'investissement. Autorisation d'établissement n° 23/12 – Succursale enregistrée au Luxembourg sous le n° B169 907. Intermédiaire en assurance agréé par le Commissariat aux Assurances (CAA) n° 2014 CM002. L'immatriculation auprès du CAA peut être contrôlée sur www.orias.fr.

AFRIQUE | AMERIQUES | ASIE - PACIFIQUE | MOYEN-ORIENT

BERMUDES

Lombard Odier Trust (Bermuda) Limited

3rd Floor, Victoria Place · 31 Victoria Street · Hamilton HM 10 · Bermuda · bermuda@lombardodier.com

Autorisée à exercer des activités de Trust et d'investissement. Supervisée par la Bermuda Monetary Authority (BMA).

DUBAÏ

Bank Lombard Odier & Co Ltd · Representative Office Dubai

Conrad Business Tower · 12th Floor · Sheikh Zayed Road · P.O. Box 212240 · Dubai · UAE
dubai@lombardodier.com

Placé sous l'autorité de surveillance de la Banque centrale des Emirats arabes unis.

HONG KONG

Lombard Odier (Hong Kong) Limited

3901, Two Exchange Square · 8 Connaught Place · Central · Hong Kong · hongkong@lombardodier.com

Une entité agréée dont les activités sont soumises à la réglementation et à la surveillance de la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

ISRAEL

Israel Representative Office ·

Bank Lombard Odier & Co Ltd

Museum Tower, 7th floor · 4 Berkowitz Street · Tel Aviv · 6423806 · Israel · telaviv@lombardodier.com
Etablissement non supervisé par l'autorité de contrôle des banques dans la Banque d'Israël, mais par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers qui supervise les activités de la Banque Lombard Odier & Cie SA.

JOHANNESBURG

South Africa Representative Office ·

Bank Lombard Odier & Co Ltd

140 West Street · Sandton
Johannesburg 2196 · South Africa
johannesburg@lombardodier.com
Prestataire de services financiers agréé sous le numéro 48505.

MONTEVIDEO

Lombard Odier (Uruguay) SA

Luis Alberto de Herrera · Torre 2 · Oficina 2305
1300 Montevideo · Uruguay

montevideo@lombardodier.com

Etablissement supervisé par la Banco Central del Uruguay.

MONTRÉAL

Lombard Odier & Cie (Canada), Société en commandite

1000, rue Sherbrooke Ouest · Bureau 2200 · Montréal (Québec) · Canada H3A 3R7

montreal@lombardodier.com

Réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers du Québec.

NASSAU

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited

Goodman's Bay Corporate Centre · West Bay Street · P.O. Box N-4938 · Nassau · Bahamas

nassau@lombardodier.com

Soumise à la surveillance de la Banque centrale des Bahamas et la Securities Commission of the Bahamas.

PANAMA

Lombard Odier & Cie (Bahamas) Limited ·

Representative Office in Panama

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com

Soumise à la surveillance de la Banque centrale des Bahamas et de la Superintendencia de Bancos de Panamá.

Lombard Odier (Panama) Inc.

Oceania Business Plaza Torre 2000 · Oficina 38-D · Blvd. Pacifica · Urb. Punta Pacifica · Corregimiento de San Francisco · Panamá · panama@lombardodier.com

Soumise à la surveillance de la Superintendencia del Mercado de valores de Panamá.

SINGAPOUR

Lombard Odier (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place · Republic Plaza #46-02 · Singapore
048619 · singapore@lombardodier.com

Une banque d'affaires soumise à la réglementation et à la surveillance de la Monetary Authority de Singapour.

TOKYO

Lombard Odier Trust (Japan) Limited

Izumi Garden Tower 41F · 1-6-1 Roppongi, Minato-ku · Tokyo 106-6041 · Japan · tokyo@lombardodier.com

Soumis à la réglementation et à la surveillance de la Financial Services Agency (FSA) du Japon. Titulaire d'une

licence d'exploitation fiduciaire (FSA n° 208) et enregistré auprès du Kanto Local Finance Bureau for Financial

Product Transactors (n° 470).