

DEBAT AFG/CIES
Paris – Lundi 24 Septembre 2018

Faut-il s'inquiéter d'une montée des endettements ?

I – Y a-t-il eu, depuis la crise, une réduction significative de la dette mondiale ?

La réponse est négative.

a) La dette globale a considérablement augmenté. Elle atteint aujourd'hui des records historiques :

164 Trillions \$ US Dollars en 2016, soit 225% du PIB mondial (dont +6% en termes réels pour les pays avancés et +44% pour les pays émergents depuis 2009).

Au total, la dette a progressé de 12 points de PIB depuis 2009.

b) L'essentiel de cet accroissement est dû à la montée de l'endettement chez les pays émergents et notamment en Chine.

Mais, depuis deux ans, certains pays émergents présentent des déficits courants croissants (Turquie, Argentine, Brésil, Inde, Indonésie, Afrique du Sud), qui rendent ces pays de plus en plus dépendants des marchés¹. La politique plus restrictive de la Fed et les visées protectionnistes des USA vont intensifier ces problèmes. Une série de crises financières de ces pays pourrait déstabiliser les marchés (même si les trois pays les plus déficitaires en balance courante représentent moins de 4% du PIB mondial).

¹ En termes de % de PIB certains déficits courant sont très sérieux :

Turquie - 5,5%
Argentine - 5%
Afrique du Sud - 3%

c) Quant aux pays avancés, on constate :

- ✓ Une légère augmentation de l'endettement des ménages à des niveaux élevés ;
- ✓ Une stabilisation de la dette des entreprises non financières au niveau du pic de la crise ;
- ✓ Une explosion de la dette publique qui est passée de 70 à 100% du PIB.

II – Est-ce dangereux ?

En dehors de l'effet selon lequel les gouvernements des pays avancés ont eu peu d'incitations à réformer leurs finances publiques du fait de la politique monétaire accommodante et des très bas taux d'intérêt, on peut souligner les points suivants :

a) Le problème n'est pas que quantitatif. Il est aussi qualitatif.

A cet égard, on observe que les émissions « high yields » ont fortement augmenté depuis 2012.

40% des notations mondiales corporate sont au niveau B ou en dessous.

La question est de savoir combien de ces obligations feront défaut. Pour le moment, le taux de défaut est faible (mais il faut noter que 44% des émissions servent à rembourser des obligations venant à échéance).

b) Une autre considération tient à l'usage que l'on fait de l'endettement corporate.

S'il s'agit d'investissements, on peut être rassuré du fait de l'augmentation des capacités et de la productivité, qui peut améliorer la résilience des économies.

Mais on constate qu'une part croissante de la dette corporate a été utilisée, et continue de l'être, pour financer des rachats d'actions à hauts niveaux. On rémunère ainsi les actionnaires au détriment de l'investissement, et au prix d'un endettement croissant².

² On estime que les rachats d'actions par les entreprises US atteindront 1 Trillion \$ en 2018 (FT 21 septembre 2018), ce qui se compare à 3 Trillions \$ d'investissement total aux US).

c) La part croissante de l'émission de bons (obligations) par rapport au crédit bancaire, résulte en un transfert des risques à des intermédiaires à la fois moins connus et moins réglementés (« shadow banking »). Il y a là indubitablement une vulnérabilité du système financier.

d) La soutenabilité de la dette des ménages est un sujet.

Les études empiriques montrent qu'un endettement excessif des ménages conduit toujours à des crises accompagnées de récessions.

Or le ratio dette des ménages sur revenus nets disponibles est aujourd'hui supérieur à 200% dans nombre de pays (Danemark, Irlande, Pays-Bas, Luxembourg, Suède, UK).

Le phénomène est assez variable selon les pays, et les bulles d'actifs sont encore localisées, mais cela mérite surveillance même si le facteur de contagion qu'était la titrisation s'est beaucoup atténué.

e) Les vulnérabilités de la dette publique se sont accentuées, notamment en Europe.

La « capacité fiscale » des pays s'est, dans l'ensemble, considérablement détériorée depuis la crise de 2007. Les déficits budgétaires massifs décidés après 2008 en sont responsables.

La création de l'ESM (Mécanisme Européen de Stabilité) constitue, à cet égard, un progrès et cet organe européen pourra jouer, à moyen terme, un rôle utile en matière de restructuration de dettes.

Mais, ne nous leurrions pas.

Au-delà de certains niveaux, la dette publique devient coûteuse en termes de croissance. Le stock de dette publique est passé de 70% du PIB à 100% dans les pays avancés. Une hausse des taux d'intérêt est de nature à fragiliser les Etats débiteurs les plus endettés, notamment en Europe. Et cela d'autant plus que, dans le même temps, la dette privée est restée à ses hauts niveaux d'avant la crise.

L'Allemagne offre ici un contre-exemple saisissant : Grâce à sa politique de discipline budgétaire (qui ne l'a pas empêchée de croître davantage que les « pays déficitaires³ »), l'Allemagne est en passe de descendre en-dessous du seuil critique de Maastricht de 60% d'endettement public en termes de PIB. Elle se recrée donc en 2019 une « marge fiscale » lui permettant de relancer la dépense publique (notamment en matière d'infrastructures), ce qui pourrait réduire ses excédents courants structurels.

*

* *

Au total, la situation financière n'est pas sans risques.

Les niveaux de valorisation d'actions – notamment aux US – sont très élevés et sans doute non soutenables.

Bien que la dette corporate soit moins détenue par les banques que ce n'était le cas en 2007, les risques n'ont pas disparu pour autant. Ils se sont déplacés des banques aux marchés. Si la valeur actuelle des obligations corporate devait commencer à tomber dans un environnement de taux d'intérêts à la hausse, les émetteurs pourraient être confrontés à des difficultés et à des coûts croissants pour refinancer leurs dettes, ou pour émettre de nouvelles actions. Les augmentations de capital deviendraient plus problématiques. Ceci contribuerait, à son tour, à affaiblir l'économie et donc à aviver les tensions financières. Une remise en question de l'appétit pour le risque, lorsqu'elle intervient en haut de cycle, entraîne toujours des perturbations.

Jacques de Larosière

³ Soldes publics	2015	2016	2017	2018
Allemagne	+ 0,7%	+ 0,2%	+ 1,3%	
France	- 3,5%	- 3, 3%	- 2,6%	
Croissance	2015	2016	2017	2018
Allemagne	+ 1,5%	+ 1,9%	+ 2,5%	+ 2,5%
France	+ 1,1%	+ 1, 2%	+ 1,8%	+ 2,1%

% en termes de PIB – Source : BNP PARIBAS