

L'endettement mondial est-il trop élevé?

Un endettement trop élevé¹ a été à l'origine de la crise financière de 2008. Depuis, les dettes n'ont cessé d'augmenter au niveau mondial. Sommes-nous aujourd'hui au bord d'une nouvelle grande crise économique ou éviterons-nous le pire?

¹ Les chiffres cités et les graphiques repris dans ce texte proviennent de Capital Economics, un bureau de recherche macroéconomique indépendant. Source : Global economic focus: "Is there too much debt in the world?" 14-07-2016.

Plus ou moins de dettes: c'est un sujet qui fait l'objet de nombreuses controverses entre économistes depuis quelques années.

➔ Selon certains, un endettement trop élevé entraîne une baisse de la croissance. En effet, tous les moyens sont consacrés au paiement des intérêts et à la réduction de la dette; il reste dès lors peu de marge pour les investissements. Si l'on ne peut plus rembourser les dettes, cela entraîne des faillites, avec des conséquences éventuellement mondiales pour le secteur financier.

➔ D'autres économistes affirment que le niveau d'endettement absolu est moins important et regardent plutôt si la dette est «soutenable» ou «durable» à terme:

- Quel est le rapport entre la dette et le revenu et les autres avoirs?
- Les dettes augmentent-elles la productivité?

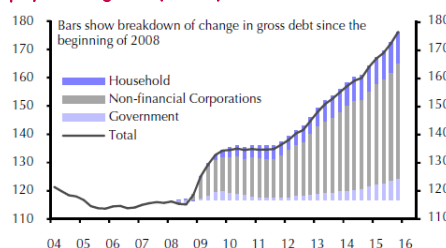
Quelques chiffres

Actuellement, la charge de la dette mondiale des ménages, des entreprises et des pouvoirs publics représente 220% du produit intérieur brut (PIB), soit plus de 2x la valeur de tous les biens et services produits dans le monde entier. Au début de la crise financière mondiale, ce chiffre oscillait autour de 180%. Ce niveau est-il soutenable? Nous examinons dans quelles régions et pour quels acteurs la dette a principalement augmenté.

Pays développés par rapport aux pays émergents

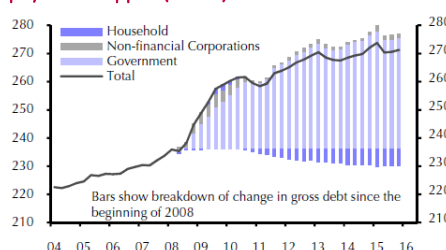
Vous voyez dans les graphiques que les dettes ont principalement augmenté dans les pays émergents, et surtout dans les entreprises. Dans les pays développés, l'augmentation se marque surtout dans les dettes publiques, alors que les dettes privées sont en baisse.

Évolution de la dette (publique et privée) dans les pays émergents (% PIB)



Sources: BIS, Capital Economics NB: Sector breakdown is a weighted average of 16 EMs for which data are available.

Évolution de la dette (publique et privée) dans les pays développés (% PIB)



Sources: BIS, Capital Economics *Sample of 22 Advanced Economies

Nouvelle crise de la dette dans les pays émergents?

L'histoire récente nous apprend que les pays émergents ont régulièrement été confrontés à des crises économiques à la suite d'un endettement trop important. Pour y remédier, le Fonds Monétaire International (FMI) a souvent été appelé à la rescousse. Nous songeons notamment à la crise asiatique (1998) ou aux crises successives en Amérique latine. La cause résidait souvent dans une charge de la dette trop élevée en devises étrangères, principalement en dollar américain (USD). En outre, l'effondrement de la devise locale avait pour effet de rendre les dettes en dollar «insoutenables».

Depuis 2008, ce sont essentiellement les dettes privées qui augmentent dans ces pays – avec la Chine en tête. Les analystes étudient le rapport entre les dettes privées et le PIB: si celui-ci est supérieur à 150% ou qu'il augmente de plus de 30% en 10 ans, la crise devient réelle. En effet, les ratios de non-remboursement augmentent, de telle sorte que les pertes s'aggravent dans le secteur bancaire et que les banques renforcent les conditions de crédit. Finalement, la croissance économique retombe et c'est la spirale négative, qui est difficile à arrêter.

La Chine, la Turquie, la Corée du Sud, le Brésil et la Russie courent un risque accru, bien qu'il existe des facteurs qui nous incitent à estimer que le risque n'est pas aussi élevé.

- Les dettes sont dans une large mesure libellées en devise locale.
 - Le Brésil, la Corée du Sud et la Chine ont peu de dettes en devises fortes (USD, EUR, CHF) et dépendent dès lors moins de l'étranger pour le financement de leurs dettes. Dans ce cadre, une baisse de leur monnaie n'entraîne pas de hausse du coût de leur endettement.
 - La Russie et la Turquie sont plus vulnérables: leur dette extérieure représente 40% du PIB, bien inférieure au niveau enregistré lors de la crise asiatique.
- Les banques sont saines sur le plan financier et suffisamment capitalisées.
- Les banques centrales ont encore de la marge pour abaisser le taux d'intérêt et ainsi stimuler l'économie.

Le risque d'une nouvelle crise de la dette nous paraît plutôt faible. Nous pensons toutefois que la croissance dans les pays émergents va ralentir ces prochaines années.

Dettes publiques insoutenables dans les pays développés?

Après le sauvetage des banques par les pouvoirs publics en 2008 et les mesures de stimulation (surtout aux USA et au Japon), les dettes publiques ont fortement augmenté en Europe, au Japon et aux USA. En Grèce, en Italie et au Japon, elles étaient déjà élevées avant la crise. Nous pensons néanmoins que l'endettement est globalement soutenable, car la charge des intérêts sur celui-ci a baissé de façon spectaculaire. Au Japon, par exemple, la charge des intérêts annuels représente moins de 2% du PIB, pour un endettement de 220% du PIB. Dans les années 80, les dépenses d'intérêts s'élevaient encore à 3% du PIB pour une dette qui ne représentait que 70% du PIB.

Dans un article du journal *De Tijd*¹, le ministre d'État, Mark Eyskens, déclare que la norme de Maastricht de 60% peut être augmentée à 95%². Si nous relevons le niveau acceptable d'endettement public à 90 ou 100%, ce sont principalement la Grèce et le Japon qui ont un problème.

- À un moment donné, il faudra bien annuler la dette grecque – avec des conséquences limitées, parce que la dette grecque est quasi exclusivement aux mains d'institutions internationales.

1 De Tijd: Maastricht moet worden bijgestuurd. Opinie Mark Eyskens 11-06-2016.

2 Le Traité de Maastricht de 1992 reprend 2 chiffres importants: un déficit budgétaire maximum autorisé de 3% et un ratio de dette publique de maximum 60% du PIB. Ces normes ont été chiffrées à un moment où le taux d'intérêt oscillait autour de 10%.

- L'endettement japonais constitue une plus grande menace vu son envergure et la taille de son économie. L'avantage est que le pays dispose d'une propre banque centrale qui peut à tout moment faire marcher la planche à billets pour financer les dettes publiques et approvisionner la population. C'est ce que l'on appelle la «monnaie hélicoptère», qui a pour but de stimuler la consommation et de créer de l'inflation

Pour la plupart des autres pays développés, le niveau de la dette publique n'est pas alarmant. L'Allemagne, par exemple, a de la marge pour contracter plus de dettes – d'autant plus qu'elle peut emprunter à des taux extrêmement bas, voire négatifs. La condition est toutefois que les autorités consentent des investissements publics qui augmentent la capacité de production du pays, investissements dont les revenus futurs seront plus élevés que les charges d'intérêts. Reste à savoir si l'UE trouvera la volonté politique d'assouplir les normes de Maastricht.

Risque des dettes privées dans les pays développés?

Le risque est bien moindre qu'il y a 10 ans. L'endettement des ménages américains et britanniques a en effet fortement baissé au cours de la dernière décennie, notamment à la suite de refinancements à des taux largement plus bas. L'augmentation des dettes privées pourrait poser un problème en Australie, au Canada, aux Pays-Bas et en Suède, car elle va de pair avec un niveau record des prix des maisons. L'envergure de leur économie n'est toutefois pas assez grande pour provoquer une crise mondiale.

Risque lié à la Chine?

À moyen terme, ce sont les dettes en Chine qui constituent indirectement le plus gros problème. Le ratio total de la dette (publique et privée) s'élève à 230% du PIB et continue d'augmenter. De plus, l'octroi de crédit s'accroît plus fortement que l'économie. Il est toutefois peu vraisemblable que l'on en arrive à une crise financière avec des conséquences mondiales.

- Les marchés de capitaux chinois sont encore relativement fermés aux investisseurs étrangers, de telle sorte que le risque de contagion est beaucoup plus petit et incomparable avec la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers.
- La Chine est solide sur le plan financier:
 - excédent sur le compte courant (le pays reçoit des capitaux de l'étranger)
 - réserves élevées en devises
 - faible dette publique
 - peu de dettes en devises étrangères

- Des entreprises d'État inefficaces, actives dans des secteurs marqués par une surcapacité (p. ex. le secteur métallurgique) ont beaucoup emprunté. À terme, l'État chinois sera obligé de les assainir. Mais à court terme, il est préoccupé par l'effet qu'aura la faillite de ces entreprises sur l'emploi.

Conclusion

En termes absolus, l'endettement mondial est historiquement élevé, mais il est supportable à terme grâce aux taux d'intérêt bas dans les pays développés. C'est une donnée structurelle qui, selon nous, ne devrait guère changer ces prochaines années. Si les mesures de D Trump entraînent une hausse de la croissance et des taux, le vieillissement et la productivité continueront quant à eux de peser sur la croissance et les taux.

Aux USA, qui ont donné le coup d'envoi de la crise financière mondiale en 2008, la situation financière des ménages et des entreprises s'est fortement améliorée. De même, en Europe, la situation financière du secteur privé est saine et les dettes publiques ne sont plus épouvantablement élevées, du moins dans la plupart des pays.

Parmi les pays émergents, la Chine constitue manifestement le principal souci. Vu sa structure étatique spécifique, le risque que ce pays déclenche une crise financière mondiale est plutôt restreint. Mais nous nous attendons à ce que la croissance ralentisse au fil des ans, parce qu'il faudra bien résoudre un jour la surcapacité de nombreux secteurs. D'une économie axée sur les exportations, la Chine devra en outre devenir une économie plus axée sur la consommation locale. Si l'État arrive à relever progressivement le défi, avec une communication claire sur la croissance attendue de l'économie, il doit arriver à le faire sans trop perturber les marchés financiers. S'il ne réussit pas et que nous assistons à plusieurs faillites de grande envergure, la croissance chinoise pourrait retomber à 2%, ce qui ne sera pas sans conséquences pour l'économie mondiale. Nous continuons de croire en la croissance chinoise. Pour investir dans cette région, nous optons pour un investissement échelonné dans le temps dans un fonds émergents mondialement diversifié.

Jan Vergote – Head of Investment Strategy
Belfius Banque & Assurances