

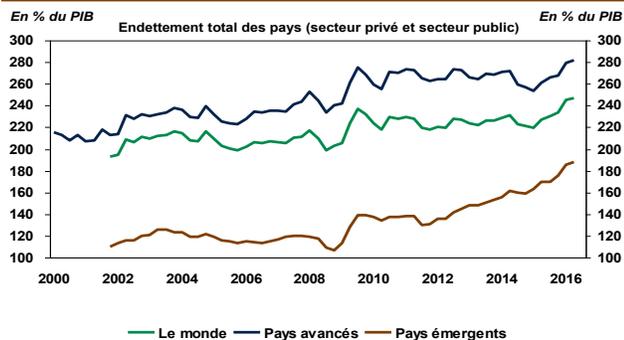
La prochaine crise mondiale sera-t-elle (encore) une crise liée à un endettement excessif?

Des excès du côté de l'endettement des ménages, notamment aux États-Unis, ont contribué à la crise financière de 2008-2009. Dans d'autres pays, c'est plutôt l'endettement des gouvernements qui a été à l'origine de difficultés économiques et de tensions financières. Par ailleurs, une particularité des crises liées à l'endettement est que les reprises économiques qui les accompagnent sont généralement plus lentes. Les secteurs trop endettés doivent d'abord assainir leur situation avant de recommencer à soutenir la croissance économique. À l'aube de l'année 2017, on pourrait penser que le processus de désendettement est avancé et que la croissance économique mondiale pourrait maintenant reposer sur des bases plus solides. À la lumière des données disponibles, force est d'admettre que cela n'est pas le cas. Bien que des améliorations notables soient observées dans certains pays, le problème de l'endettement demeure entier à l'échelle mondiale et constitue un risque important pour la croissance économique future. Ce risque est d'autant plus élevé que la récente tendance haussière des taux d'intérêt pourrait mettre de la pression sur les emprunteurs.

L'ENDETTEMENT MONDIAL AFFICHE UN NOUVEAU RECORD

Selon les données compilées par la Banque des règlements internationaux, l'endettement cumulatif des ménages, des gouvernements et des entreprises non financières dépassait 215 % du PIB à l'échelle mondiale au début de l'année 2008. Ce niveau a légèrement fléchi jusqu'au début de l'année 2009, puis a rebondi à plus de 230 % en l'espace de quelques mois. Après quelques années de relative stabilité, l'endettement mondial avoisine maintenant les 250 % du PIB (graphique 1).

Graphique 1 L'endettement dans le monde atteint de nouveaux sommets



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

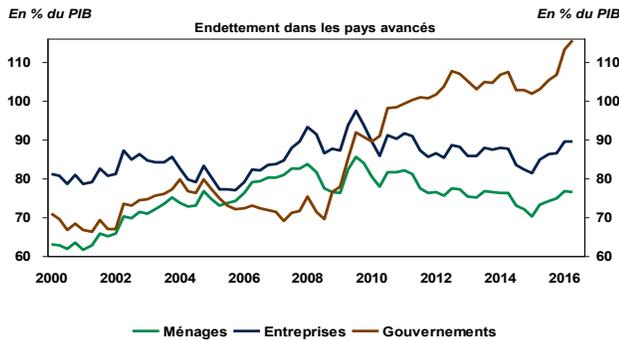
Sans surprise, les pays avancés demeurent les plus endettés, à environ 280 % du PIB en moyenne. Les pays émergents se démarquent néanmoins par une tendance haussière nettement plus prononcée. Les plus récents chiffres montrent un taux d'endettement moyen d'environ 190 % du PIB dans ces pays.

Lorsqu'on analyse les données par catégorie d'emprunteurs, on constate que l'endettement dans les pays avancés a fortement progressé du côté des gouvernements, alors que la dette des ménages et des entreprises a légèrement diminué en moyenne depuis 2008 (graphique 2 à la page 2). Les gouvernements ont donc plus que compensé pour le désendettement des ménages et des entreprises dans les pays avancés. La situation a été très différente dans les pays émergents où c'est plutôt l'endettement des entreprises qui a mené le bal (graphique 3 à la page 2). L'endettement des ménages a également augmenté dans ces pays, quoique moins que pour les entreprises.

LA SITUATION DES MÉNAGES NE S'EST PAS AMÉLIORÉE PARTOUT

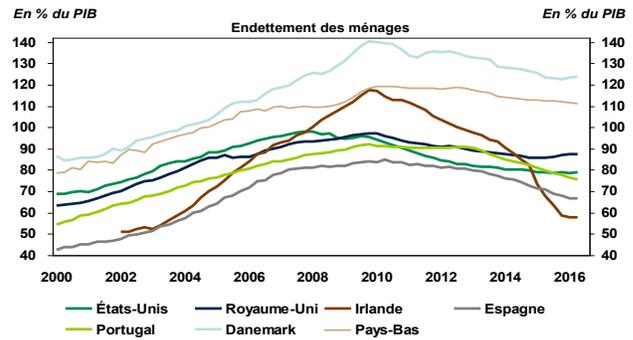
Avant la crise financière de 2008-2009, le taux d'endettement des ménages américains était de presque 100 % du

Graphique 2 Une forte hausse de l'endettement public a été observée dans les pays avancés



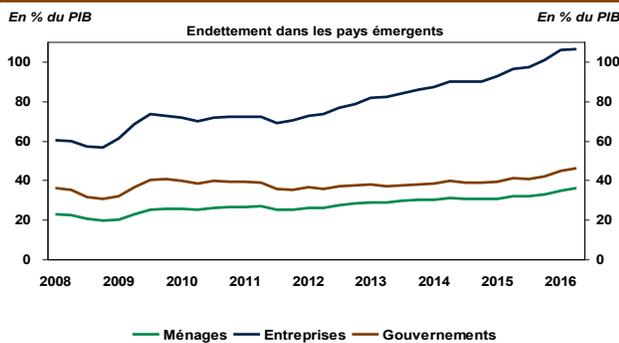
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 Le taux d'endettement des ménages a diminué dans plusieurs pays avancés



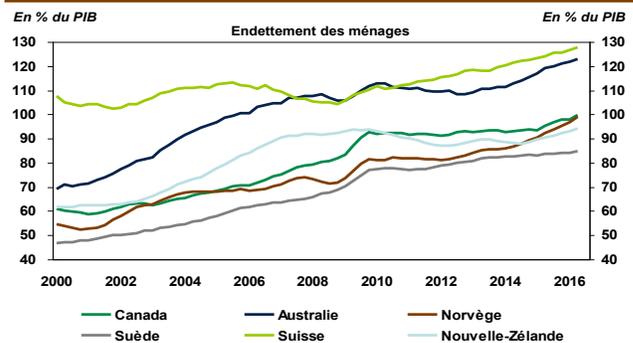
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 L'endettement des entreprises domine dans les pays émergents



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 En progression dans d'autres pays avancés, l'endettement des ménages s'approche ou dépasse 100 % du PIB



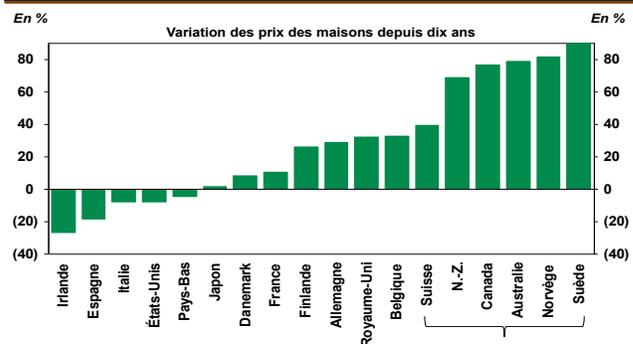
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

PIB, il se situe maintenant à moins de 80 % du PIB. Cette tendance à la baisse a été observée dans d'autres pays avancés (graphique 4), mais dans certains cas, c'est totalement l'inverse qui s'est produit (graphique 5).

Le taux d'endettement des ménages au Canada, en Norvège et en Nouvelle-Zélande s'apparente maintenant à ce qu'il était aux États-Unis avant la crise de 2008-2009. En Australie et en Suisse, ce sont des niveaux encore plus élevés qui sont observés, et la tendance ne semble pas vouloir se renverser. Les ménages du Danemark et des Pays-Bas affichent aussi un endettement très élevé, mais la tendance est en baisse depuis quelques années.

Ces divergences au niveau de l'endettement des ménages concordent notamment avec l'évolution des prix des maisons, lesquels n'ont pas subi de correction dans tous les pays durant la dernière décennie (graphique 6). L'endettement des ménages a également pu être favorisé par une conjoncture économique plus favorable dans certains pays et où l'effet de la baisse des taux d'intérêt a été plus efficace pour stimuler le crédit.

Graphique 6 La progression des prix des maisons a été plus rapide dans les pays où la dette des ménages a augmenté



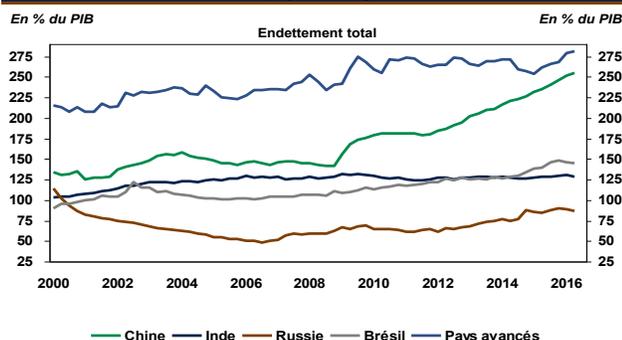
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

LA CHINE RATTRAPE LES PAYS AVANCÉS

En analysant plus en détail la tendance haussière de l'endettement dans les pays émergents, on constate que la Chine constitue un vecteur de croissance important. La somme des dettes chinoises totalise 255 % du PIB, ce qui est nettement plus que les autres principaux pays émergents et

très près de la moyenne des pays avancés (graphique 7). En fait, il s'agit d'un taux d'endettement similaire à celui des États-Unis (254,7 % du PIB), mais inférieur à celui en zone euro (271,2 %).

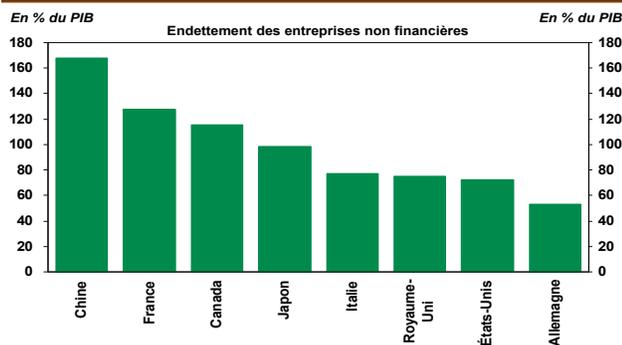
Graphique 7 La Chine tire vers le haut l'endettement moyen des pays émergents



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Comme c'est le cas pour plusieurs pays émergents, la croissance de la dette en Chine provient essentiellement du secteur privé, et plus particulièrement des entreprises. À ce chapitre, la Chine dépasse largement les niveaux observés dans les pays du G7 (graphique 8). Si l'on ajoute l'endettement des ménages, la Chine est tout juste dépassée par le Canada qui trône au sommet de l'endettement du secteur privé parmi les pays du G7 (graphique 9).

Graphique 8 L'endettement des entreprises en Chine dépasse les niveaux observés dans les pays du G7

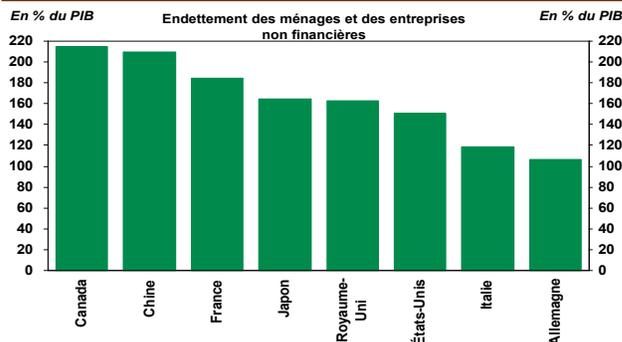


Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

UN PORTRAIT INQUIÉTANT

En résumé, le problème de l'endettement ne s'est pas véritablement résorbé au cours des dernières années, mais s'est plutôt déplacé. L'amélioration du bilan des ménages aux États-Unis et dans d'autres pays avancés a, entre autres, été contrebalancée par une hausse de l'endettement des gouvernements. L'endettement privé a aussi enregistré une progression importante ailleurs dans le monde, ce qui fait qu'aujourd'hui de nouveaux pays font face aux risques liés

Graphique 9 Le Canada domine les pays du G7 pour l'endettement total du secteur privé



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

au surendettement, menaçant encore une fois de déstabiliser l'économie mondiale et les marchés financiers.

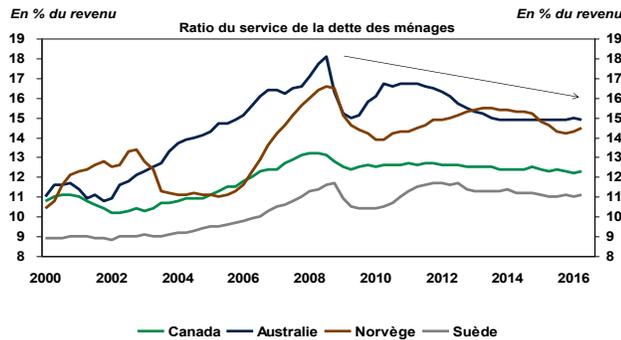
Il n'existe pas de seuils d'endettement clairs à partir desquels les ménages, les entreprises ou les gouvernements vont connaître des difficultés financières et nuire à l'économie. La Commission européenne juge néanmoins que la dette du secteur privé devient problématique lorsqu'elle dépasse 160 % du PIB¹. Pour les gouvernements, il est question d'un seuil de 60 % du PIB. Cela dit, des taux d'endettement supérieurs à ces seuils sont observés dans plusieurs pays depuis plusieurs années sans que cela se soit nécessairement traduit par une crise économique ou financière.

Il faut également considérer l'environnement dans lequel évolue chacun des pays pour évaluer la soutenabilité de la dette. Par exemple, les pays émergents qui ont généralement davantage recours aux capitaux étrangers pour financer leurs emprunts, tant publics que privés, peuvent voir les investisseurs fuir rapidement et les tensions financières apparaître dès les premiers signes de surendettement. À l'opposé, le Japon compte très peu sur les capitaux étrangers, ce qui l'aide à supporter un endettement public supérieur à 230 % du PIB. Le niveau des taux d'intérêt est également important. Plus les taux d'intérêt sont bas, comme cela est le cas depuis plusieurs années, plus il est facile de supporter une dette élevée. Un bel exemple est celui des ménages canadiens, australiens, norvégiens et suédois qui ont vu une diminution de leur ratio du service de la dette depuis 2008 malgré un endettement accru (graphique 10 à la page 4).

¹ Un autre seuil de 133 % est maintenant utilisé, mais la méthode de comptabilisation de la dette du secteur privé diffère de celle de la Banque des règlements internationaux. Pour une méthode comparable, le seuil de 160 % avait été proposé en 2011.

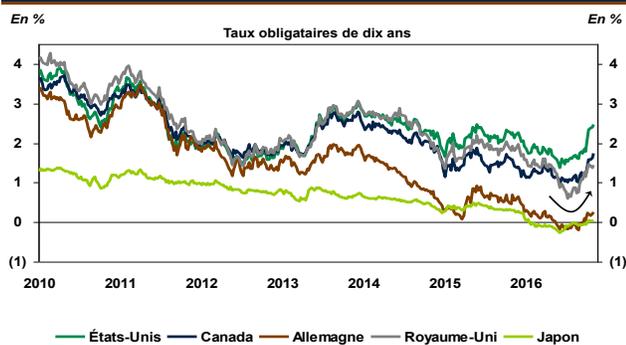
Commission européenne, *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances : Envisaged initial design*, Bruxelles, 2011.
http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/swp_scoreboard_08_11_2011_en.pdf.

Graphique 10 Le ratio du service de la dette des ménages a diminué, même dans les pays où l'endettement s'est accru



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Graphique 11 Les taux obligataires ont augmenté récemment



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

PLUS EXPOSÉS AUX CHOCS ADVERSES

Considérant que les bas taux d'intérêt ont permis de soutenir un endettement élevé, on pourrait s'inquiéter de leur récent rebond un peu partout dans le monde (graphique 11 à la page 4). Si ce rebond devait prendre trop d'ampleur, les emprunteurs pourraient être nombreux à se retrouver sous pression. Un endettement élevé ne garantit peut-être pas à lui seul une crise financière et une récession, mais cela rend certainement l'économie plus sensible aux chocs adverses.

Outre les taux d'intérêt, un choc pourrait provenir d'une baisse des prix de l'immobilier ou des revenus. Une possible montée du protectionnisme aux États-Unis pourrait aussi être l'élément déclencheur d'un nouveau ralentissement économique mondial, lequel serait accentué par les taux élevés d'endettement.

Lors de la crise de 2008-2009, plusieurs gouvernements avaient répondu au ralentissement de la demande par d'importants plans de relance. C'est l'une des raisons pour laquelle leur endettement a bondi. Aujourd'hui, advenant une nouvelle crise, la capacité de plusieurs gouvernements

à hausser leurs dépenses apparaît beaucoup plus limitée. Le même constat d'impuissance menacerait plusieurs banques centrales, ce qui exposerait l'économie à une plus forte contraction. Peu de banques centrales disposent actuellement d'une marge de manœuvre significative pour abaisser leurs taux directeurs. Le recours à des politiques d'achat massif d'actifs pourrait encore être envisagé, mais la marge de manœuvre a aussi fondu de ce côté. Cela est sans compter qu'il est très difficile de stimuler l'économie via le crédit lorsque l'endettement est déjà très élevé. Au mieux, les banques centrales pourraient essayer de gagner du temps en maintenant les taux d'intérêt bas, incluant ceux de long terme. Dans un autre ordre d'idées, le financement monétaire, communément appelé l'hélicoptère à argent, pourrait être plus sérieusement considéré, surtout si le risque de déflation augmentait. Dettes élevées et déflation ne font pas bon ménage.

TÔT OU TARD, L'ENDETTEMENT DEVRA DIMINUER

Il est dommage de constater que l'endettement a continué d'augmenter au cours des dernières années, ce qui expose l'économie mondiale à un risque accru d'une récession de grande ampleur advenant un choc. À long terme, la solution réside en une véritable réduction de l'endettement. Dans un scénario idéal, cette réduction devra se faire très graduellement pour minimiser d'éventuels effets négatifs sur la croissance économique.

Maintenir les taux d'intérêt bas pourrait donner une chance à ce scénario de se matérialiser, mais, en même temps, cela pourrait aussi favoriser un endettement encore plus élevé. Les actions des banques centrales doivent par conséquent être accompagnées par d'autres mesures pour limiter l'endettement et pour stimuler la croissance.

Le maintien d'un rythme de croissance très faible n'a pas aidé à améliorer les ratios dette/PIB au cours des dernières années. Relever le potentiel de croissance économique avec des mesures structurelles ou de soutien à l'investissement productif pourrait par conséquent être bénéfique. Il faudrait par ailleurs que les gains économiques soient équitablement redistribués parmi la population afin que tous puissent bénéficier d'une marge de manœuvre supplémentaire pour réduire son endettement.

Hendrix Vachon
Économiste senior