

Le rôle de la dette totale (et pas séparément de la dette publique et de la dette privée) dans le soutien de l'activité, la non-soutenabilité de ce rôle

On se concentre souvent sur les évolutions d'une part, des déficits publics et des dettes publiques d'autre part, des dettes privées (des ménages et des entreprises). Or, dans la période récente, beaucoup de pays ont utilisé à la fois la hausse de la dette publique et la hausse de la dette privée pour soutenir la demande, et pour compenser les effets négatifs de la concurrence des pays émergents, des pertes patrimoniales, après les crises des émergents, les crises des sociétés des nouvelles technologies, celles des obligations corporate, de l'immobilier...

Pour éviter des erreurs d'analyse (il peut y avoir compensation, substitution, par exemple entre les deux formes public et privé d'endettement) il faut donc regarder dans quelle mesure les pays ont utilisé la dette totale pour soutenir l'activité, et si cette évolution de la dette totale est soutenable.

La hausse de la dette totale n'est pas soutenable si elle conduit à une hausse de la dette extérieure ou à une baisse de l'accumulation de capital.

La dette totale augmente fortement dans les années 1990, mais plus dans les années 2000 en Allemagne et au Japon. Elle augmente fortement depuis le début des années 2000 et cette augmentation n'est pas soutenable aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro hors Allemagne.

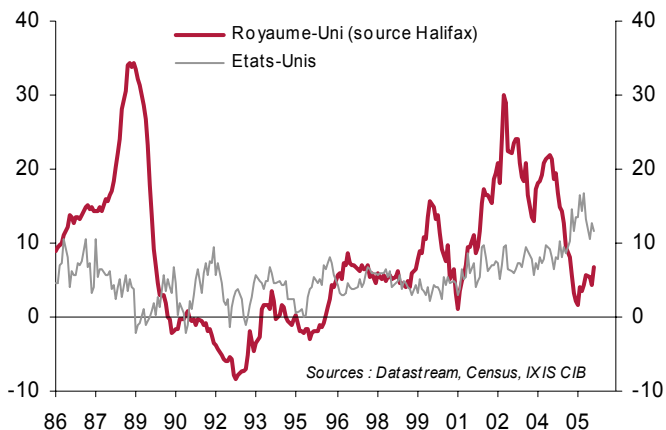
Rédacteur : **Patrick ARTUS**

Des chocs auxquels il a été répondu par la hausse de l'endettement

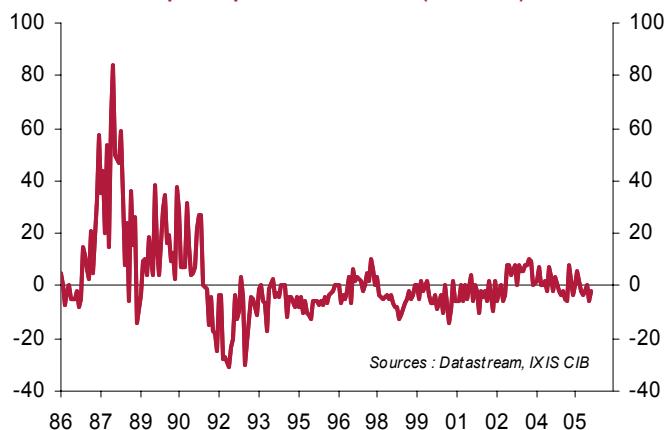
Nous allons regarder les évolutions observées aux **Etats-Unis**, au **Royaume-Uni**, en **Allemagne**, dans la **zone euro hors Allemagne**, au **Japon**. Ces pays ont été atteints, à différentes périodes, par de **nombreux chocs** :

- **crise immobilière** au début des années 1990 (**graphiques 1 a/b/c**), particulièrement au Japon, mais aussi au Royaume-Uni et en Europe, faiblement aux Etats-Unis.

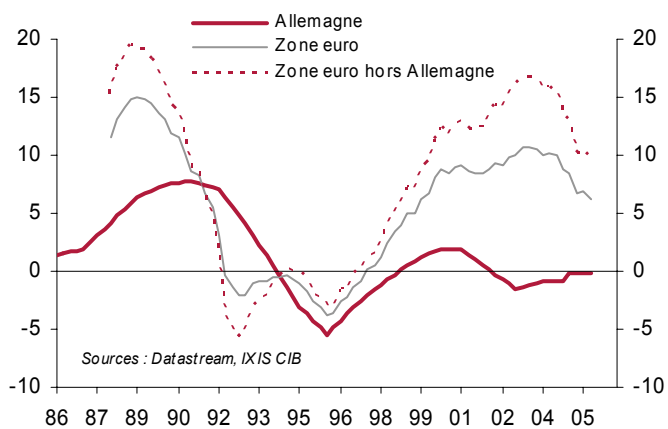
Graphique 1 a
Prix immobiliers (GA en %)



Graphique 1 b
Japon : prix immobiliers (GA en %)

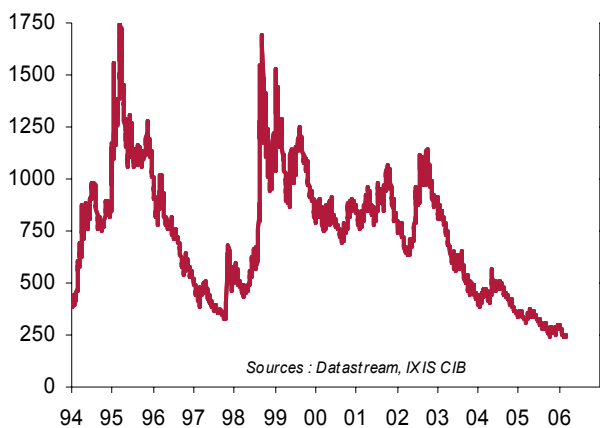


Graphique 1 c
Prix immobiliers (GA en %)

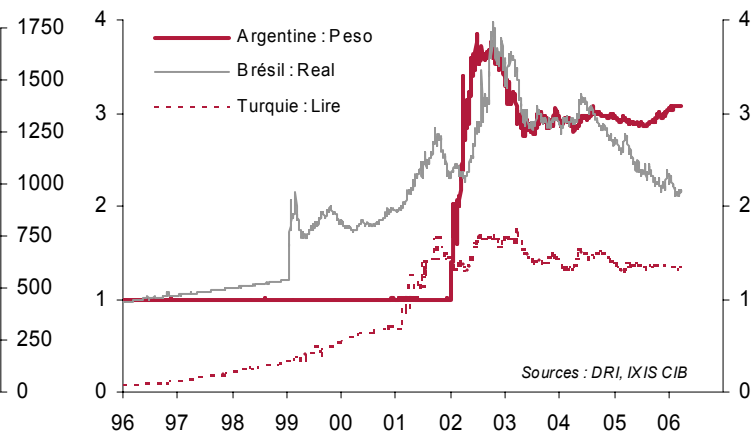


- **crises des émergents** (en 1995, de 1997 à 2002, **graphiques 2 a/b/c**), partant d'Asie, et s'étendant à la Russie, à l'Amérique Latine ; à nouveau en Amérique Latine et en Turquie en 2001-2002.

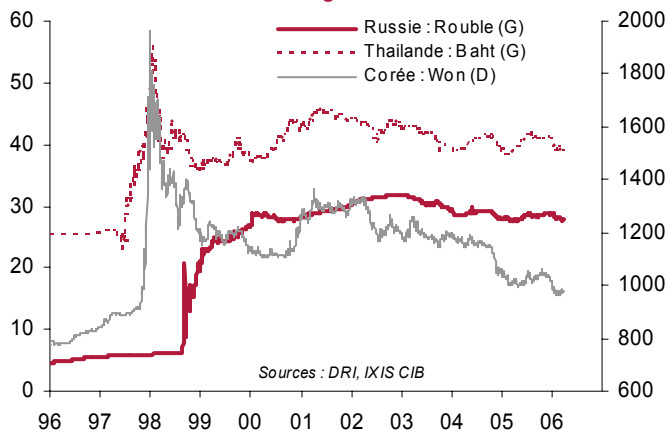
Graphique 2 a
Spread EMBI +



Graphique 2 b
Taux de change contre dollar

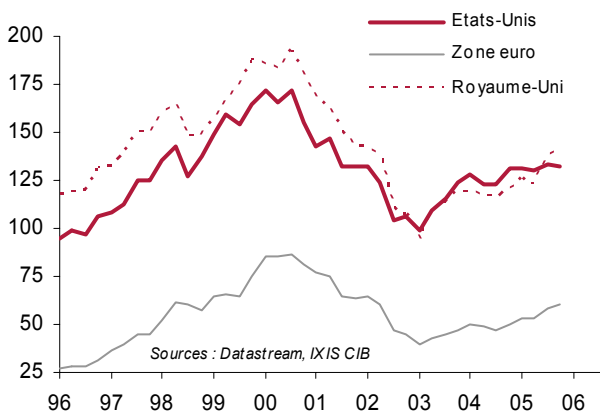


Graphique 2 c
Taux de change contre dollar

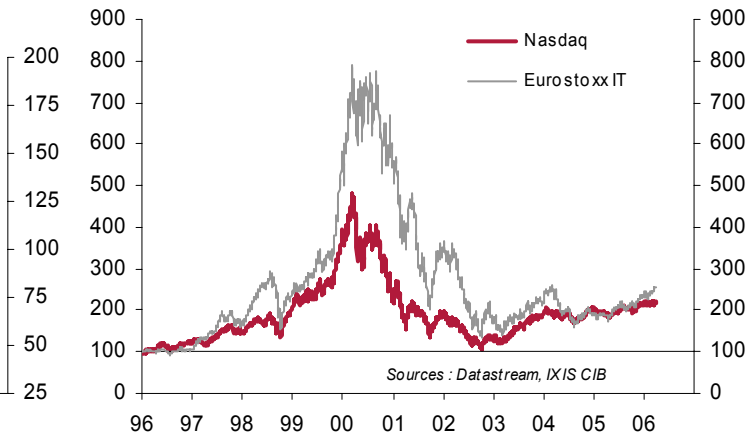


- **crise boursière** en 2000-2003 avec la crise des sociétés des nouvelles technologies et une perte considérable de richesse (70 % du PIB aux Etats-Unis **graphiques 3 a/3 b**).

Graphique 3 a
Capitalisation boursière (en % du PIB)

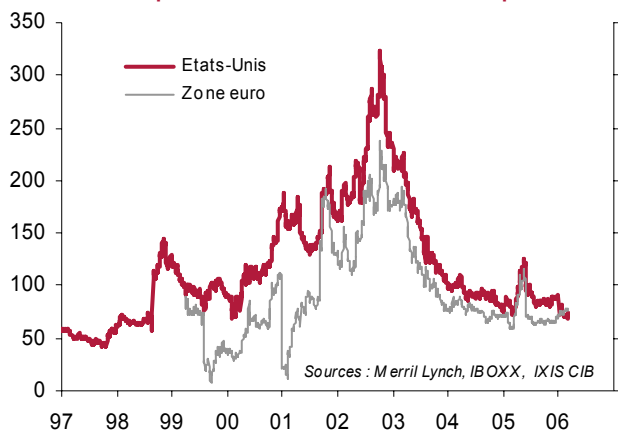


Graphique 3 b
Indices boursiers (base 100 en 1996)



- crise des **obligations corporate** (avec la hausse des faillites, puis les scandales financiers, **graphiques 4 a/b**).

Graphique 4 a
Spread de crédit BBB contre swaps

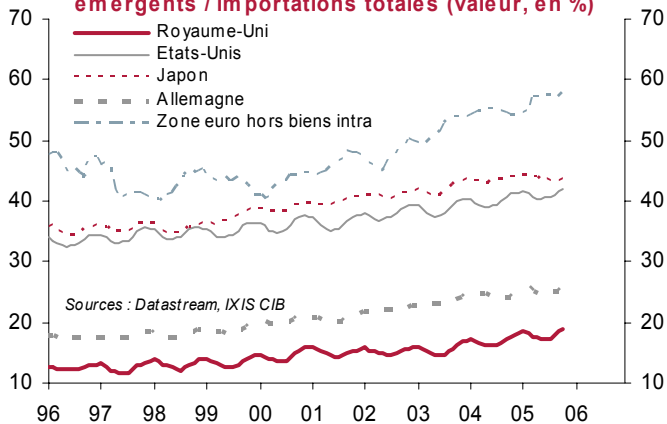


Graphique 4 b
Spread High Yield contre swaps

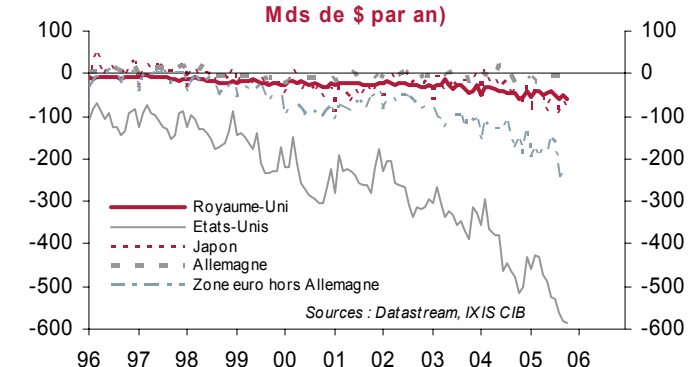


- surtout, depuis le milieu des années 1990, **concurrence accrue des pays émergents**, d'où pertes de parts de marché (**graphiques 5 a/b**), pertes d'emplois industriels (**graphique 5 c**), pertes de production (**graphique 5 d**).

Graphique 5 a
Ratio importations en provenance des pays émergents / importations totales (valeur, en %)

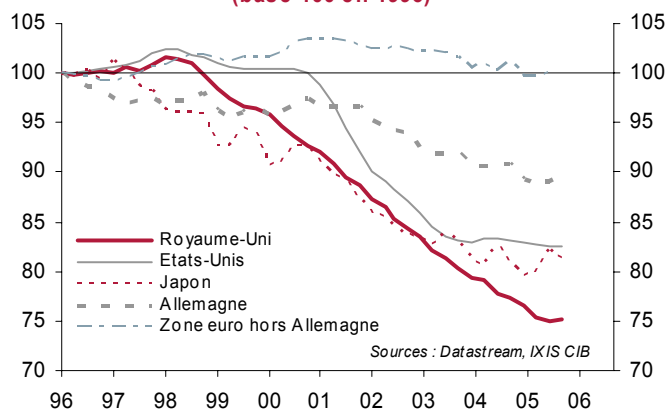


Graphique 5 b
Balance commerciale avec les émergents* (en Mds de \$ par an)

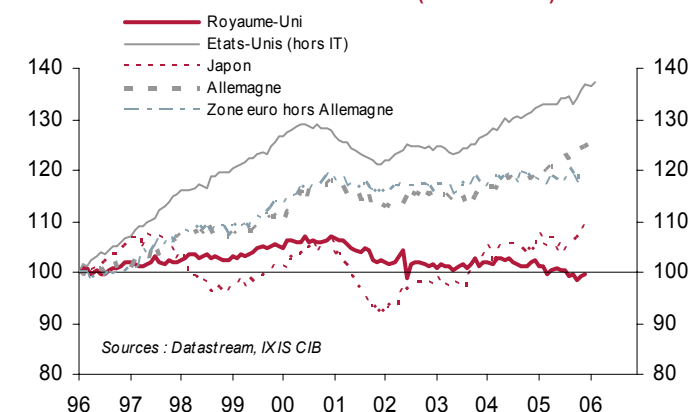


(*) Pays émergents : Amérique latine, Mexique, PECO, Russie, Chine, autres émergents d'Asie, Turquie, OPEP

Graphique 5 c
Evolution de l'emploi manufacturier (base 100 en 1996)



Graphique 5 d
Production industrielle (100 en 1996)



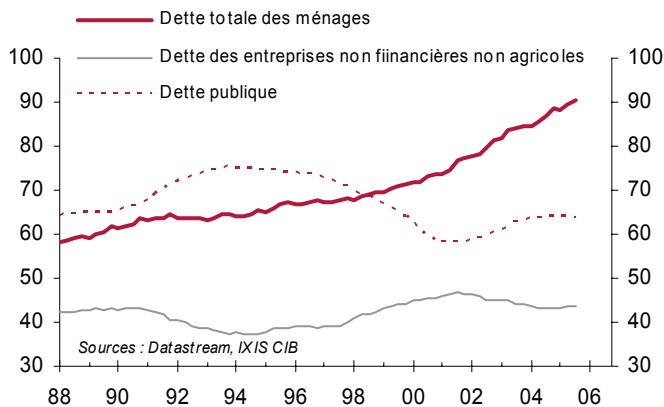
Tous ces chocs (pertes de production, pertes en capital, pertes de richesse, pertes d'emplois....) **ont évidemment affaibli les économies des pays occidentaux**. Nous voulons montrer que la réaction des pays a été essentiellement **d'accroître l'endettement**, pour réagir à ces chocs, et qu'il faut absolument regarder la **dette totale, et pas séparément la dette publique et les dettes privées, en raison des possibilités de substitution entre ces deux types de dette**. La dette privée peut être une réaction à une politique budgétaire restrictive (ce qu'on appelle en général la "neutralité ricardienne") ; la dette publique peut être nécessaire en cas de désendettement du secteur privé, pour soutenir l'activité, pour éviter l'excès d'épargne, ou de manière équivalente pour conserver un support à l'épargne.

L'utilisation de la dette (totale) pour réagir aux chocs

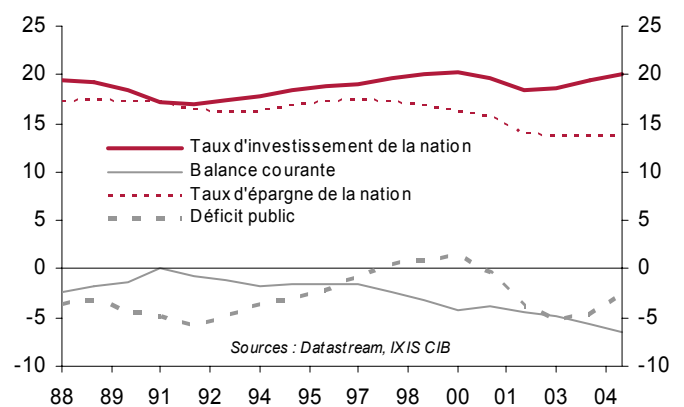
Après la crise immobilière et bancaire du début des années 1990, il y a donc une **succession continue de chocs et de crises depuis 1997, se superposant à la concurrence des émergents**.

- (1) **Aux Etats-Unis (graphique 6 a)**, on voit, à partir de 1998, surtout la hausse de la dette des ménages, de 1998 à 2001, celle des entreprises, depuis 2001 celle de la dette publique. Le déficit d'épargne s'ouvre à partir de 1997 (**graphique 6 b**), avec la baisse du taux d'épargne des ménages (**graphique 6 c**) et depuis 2001 le déficit public. **La dette totale croît rapidement en 1989-90-91, puis depuis 2001, c'est-à-dire dans, les périodes de ralentissement de la croissance** : elle atteint en 2005, 185 % du PIB (**graphique 6 d**).

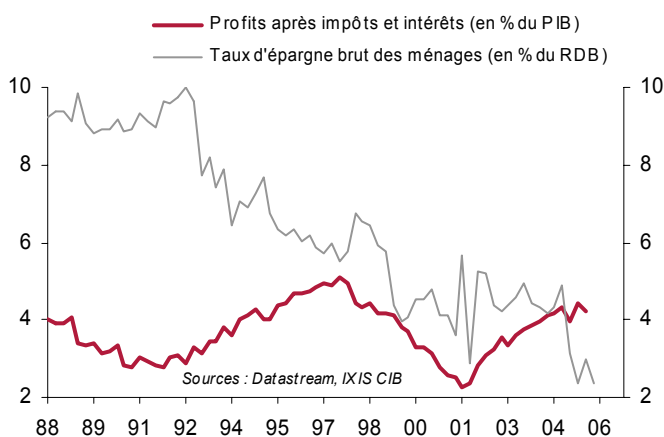
Graphique 6 a
Etats-Unis : dette des ménages, dette des entreprises et dette publique (en % du PIB)



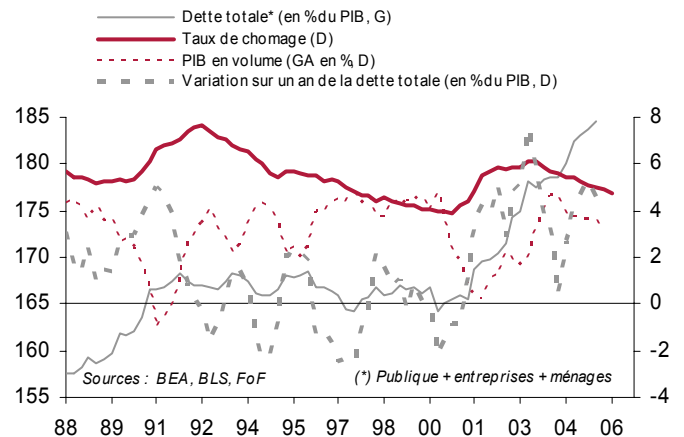
Graphique 6 b
Etats-Unis : épargne, investissement, balance courante et déficit public (en % du PIB)



Graphique 6 c
Etats-Unis : épargne et profit



Graphique 6 d
Etats-Unis: chômage, dette et croissance



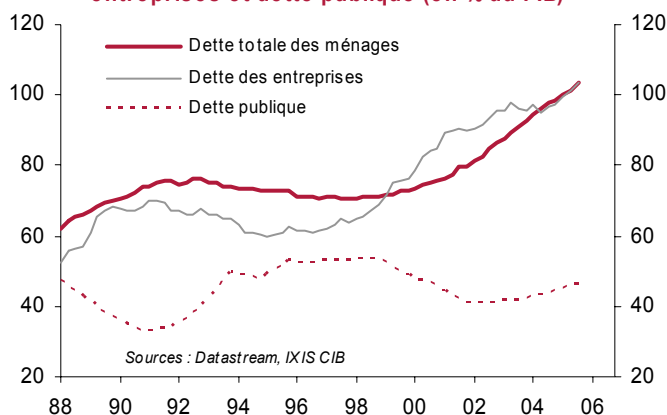
Soutenabilité ou non de la dette totale

On a le bilan suivant :

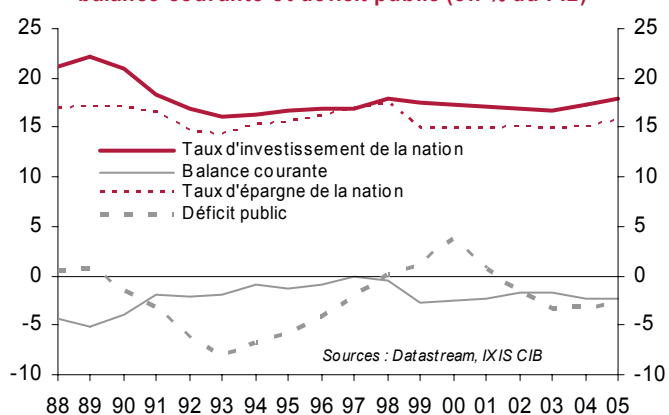
- (2) **Au Royaume-Uni**, la dette des ménages et des entreprises augmente fortement depuis 1998, la dette publique de 1991 à 1994 (**graphique 7 a**) ; l'insuffisance d'épargne apparaît de 1988 à 1991-92, depuis 1998 (**graphique 7 b**), sur cette dernière période surtout avec la baisse de l'épargne des ménages (**graphique 7 c**) depuis 2001 avec le déficit public (**graphique 7 b**).

La dette totale augmente de 1988 à 1992, surtout depuis 1998, malgré la croissance soutenue et la baisse du taux de chômage (graphique 7 d). Elle atteint 250 % du PIB en 2005.

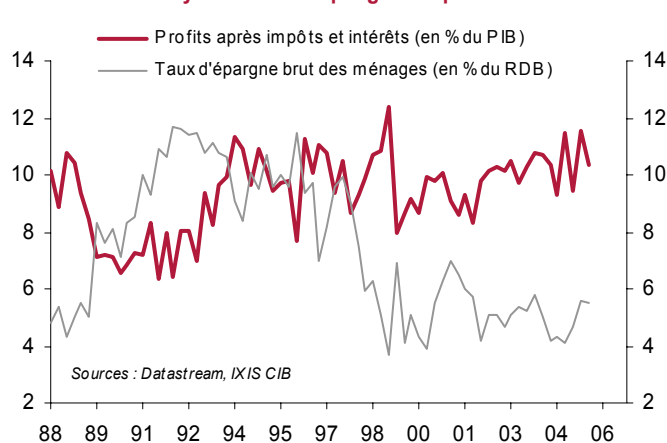
Graphique 7 a
Royaume-Uni : dette des ménages, dette des entreprises et dette publique (en % du PIB)



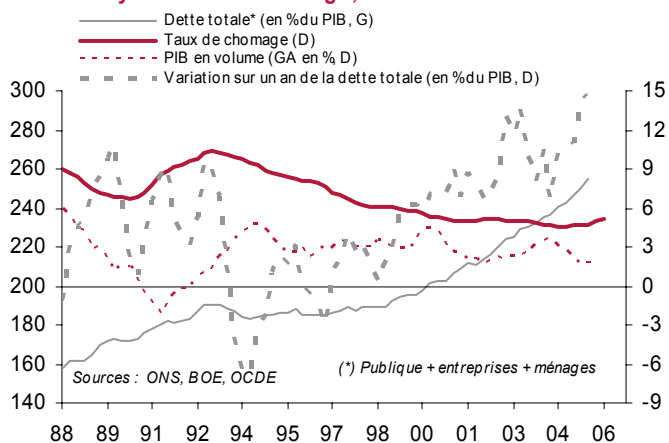
Graphique 7 b
Royaume-Uni : épargne, investissement, balance courante et déficit public (en % du PIB)



Graphique 7 c
Royaume-Uni : épargne et profit

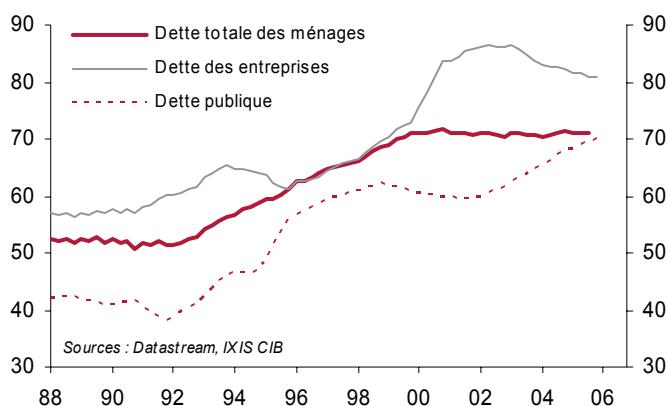


Graphique 7 d
Royaume Uni : chômage, dette et croissance

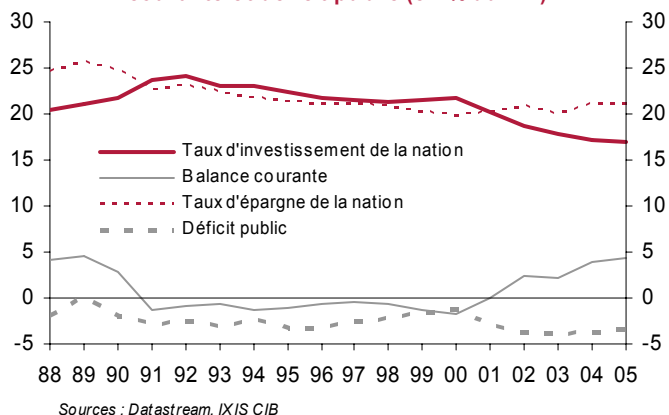


- (3) **En Allemagne**, la dette des ménages et des entreprises augmente de 1992 (après la réunification) à 2000, la dette publique pratiquement continûment depuis 1992 (**graphique 8 a**). Il n'apparaît pas de déficit d'épargne, avec la baisse continue depuis 1991 et surtout 2000 du taux d'investissement (**graphique 8 b**). La baisse du taux d'épargne des ménages s'arrête en 2000 (**graphique 8 c**), et est remplacée par le déficit public (**graphique 8 b**). La dette totale augmente fortement de 1991 à 2000, est presque stabilisée depuis 2000 avec la baisse de l'endettement privé (**graphique 8 d**). Elle est de 220 % du PIB en 2005.

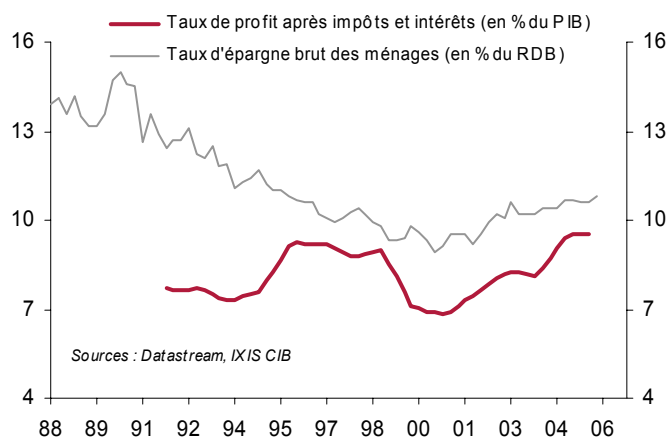
Graphique 8 a
Allemagne : dette des ménages, dette des entreprises et dette publique (en % du PIB)



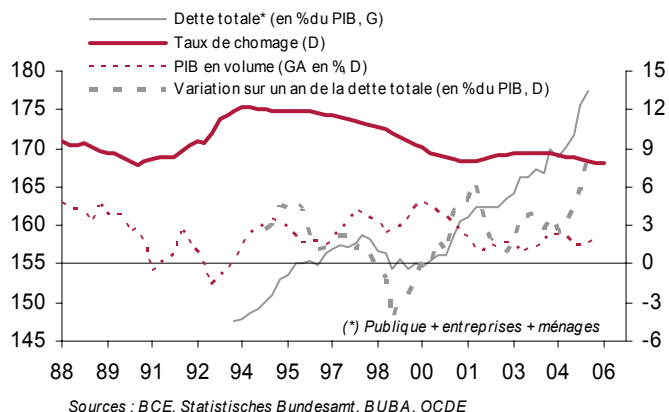
Graphique 8 b
Allemagne : épargne, investissement, balance courante et déficit public (en % du PIB)



Graphique 8 c
Allemagne : épargne et profit

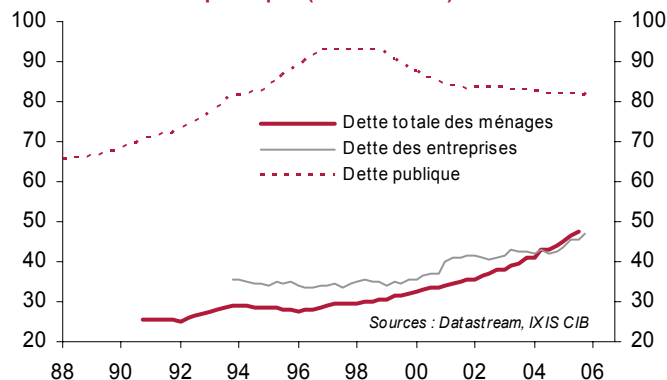


Graphique 8 d
Zone euro hors Allemagne : chômage, dette et croissance

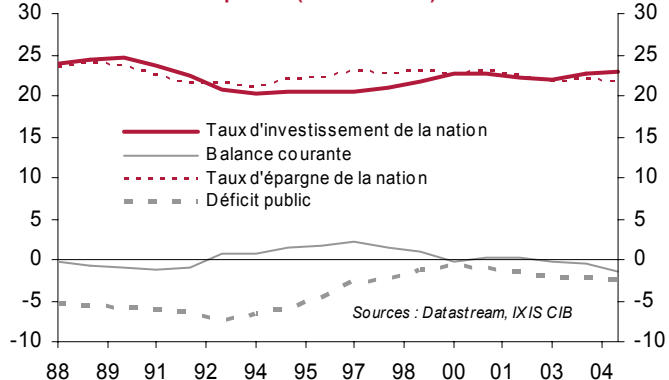


(4) **Dans la zone euro hors Allemagne**, la dette publique augmente jusqu'en 1996, puis recule ; la dette privée accélère à partir de 1997 (**graphique 9 a**) ; il apparaît un faible déficit d'épargne. Jusqu'en 1991, puis à partir de 2003 (**graphique 9 b**), la baisse de l'épargne des ménages est concentrée sur la période 1997-2000 (**graphique 9 c**), la dette totale augmente fortement à partir de 2001 avec la dette privée (**graphique 9 d**), pour compenser la faiblesse de la croissance ; elle atteint presque 180 % du PIB en 2005.

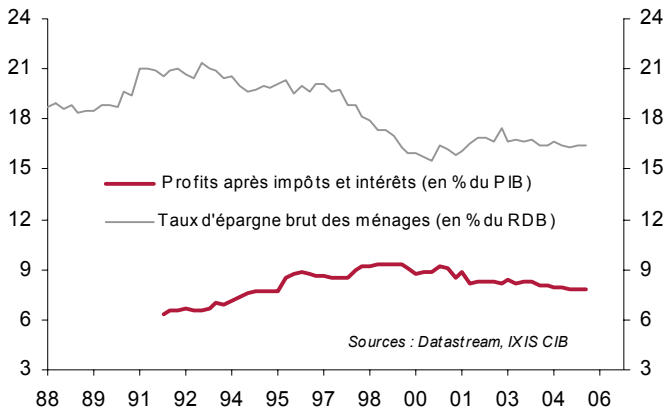
Graphique 9 a
Zone euro hors Allemagne : dette des ménages, dette des entreprises et dette publique (en % du PIB)



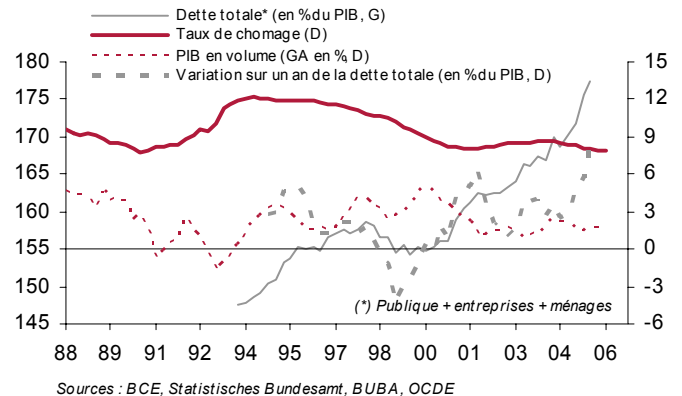
Graphique 9 b
Zone euro hors Allemagne : épargne, investissement, balance courante et déficit public (en % du PIB)



Graphique 9 c
Zone euro hors Allemagne : épargne et profit

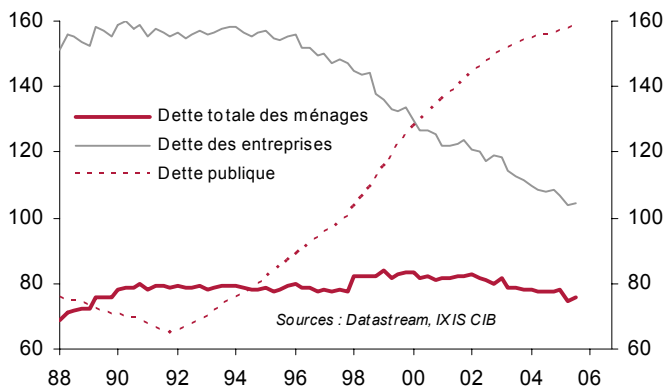


Graphique 9 d
Zone euro hors Allemagne : chômage, dette et croissance

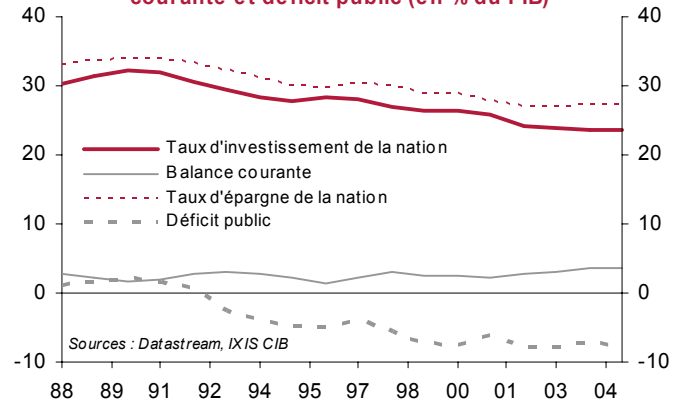


(5) **Au Japon, enfin**, la dette privée baisse (en pourcentage du PIB) depuis le début des années 1990, la dette publique augmente fortement sur la même période (**graphique 10 a**) ; il y a un **excès constant d'épargne** avec une lente baisse parallèle de l'épargne et de l'investissement de la Nation (**graphique 10 b**), malgré la chute depuis 1997 du taux d'épargne des ménages (**graphique 10 c**), mais qui n'est pas due à l'endettement mais au vieillissement et à la baisse associée des placements financiers. **La dette totale progresse de 1991 à 2001, jusqu'à 350 % du PIB, puis recule avec le recul de la dette privée (graphique 10 d).**

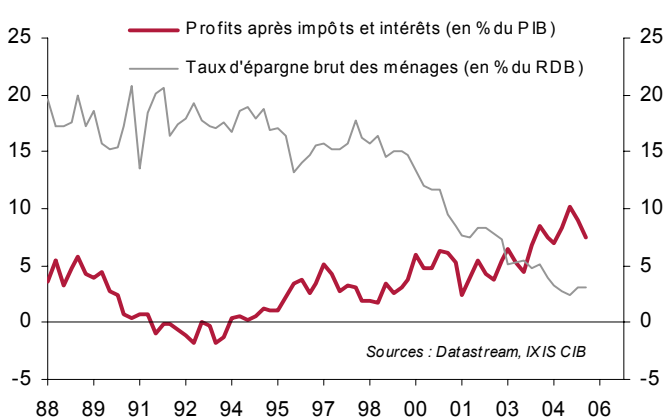
Graphique 10 a
Japon : dette des ménages, dette des entreprises et dette publique (en % du PIB)



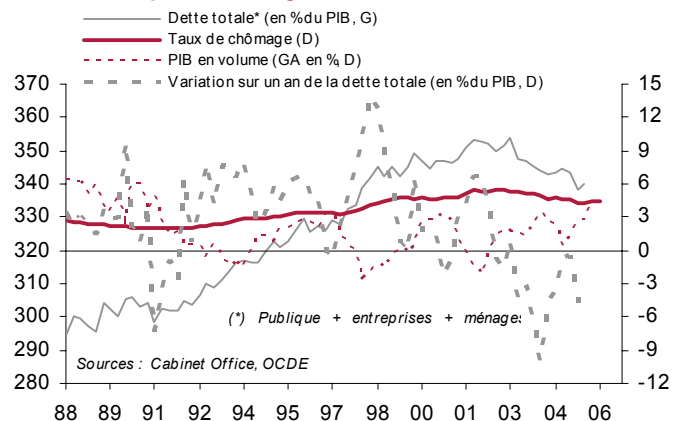
Graphique 10 b
Japon : épargne, investissement, balance courante et déficit public (en % du PIB)



Graphique 10 c
Japon : épargne et profit



Graphique 10 d
Japon : chômage, dette et croissance



Au total, la dette totale :

- **croît depuis la fin des années 1990 ou le début des années 2000 aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro hors Allemagne ;**
- **au contraire croît durant les années 1990 puis est stabilisée au Japon et en Allemagne,**

Actif	Passif	
Capital	Epargne de la Nation cumulée	} Dette totale
	Dette extérieure	
Prêt domestique	Dette domestique	

Le capital (privé, public) est la somme de l'épargne de la Nation cumulée et de la dette extérieure. La dette domestique a comme contrepartie les prêts domestiques ; la dette totale est la somme de la dette extérieure et de la dette domestique.

On peut envisager plusieurs configurations :

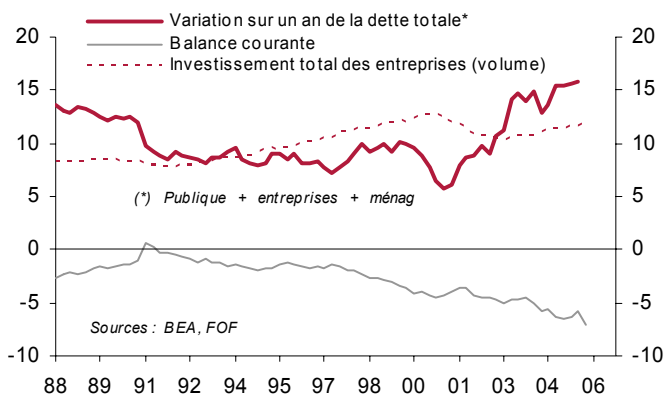
- (1) **une hausse de la dette totale finance une hausse du capital.** Pour une épargne de la Nation donnée, ceci conduit **à une hausse de la dette extérieure, mais sans gravité** si elle finance du capital domestique efficace (rentable).
- (2) **une hausse de la dette totale finance une hausse de la consommation ;** il y a alors baisse de l'épargne de la Nation cumulée, donc, pour un capital donné, **une hausse de la dette extérieure, dangereuse** puisqu'elle finance la consommation.
- (3) **une hausse de la dette totale finance une hausse de la consommation, mais il existe une contrainte d'endettement extérieur.** Puisque la dette extérieure ne peut pas augmenter et que l'épargne de la Nation cumulée diminue, il y a nécessairement **baisse, défavorable, du capital** (effet d'éviction).

Nous dirons donc que l'accroissement de la dette totale n'est pas soutenable :

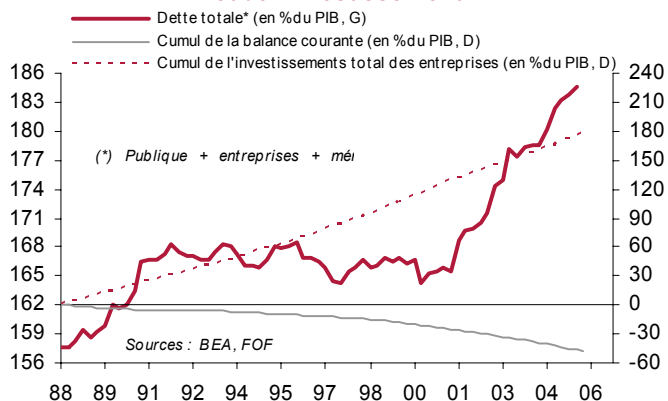
- 1 – **s'il conduit à une hausse de la dette extérieure,**
- 2 – **s'il conduit à une baisse de l'accumulation du capital.**

1. **Aux Etats-Unis, la hausse de la dette totale depuis 2001 correspond à une hausse forte de la dette extérieure, pas à une réduction très grave (au delà des effets du cycle) du taux d'investissement (graphiques 11 a/b).**

Graphique 11 a
Etats-Unis : variation de la dette, solde courant et investissement (en % du PIB)

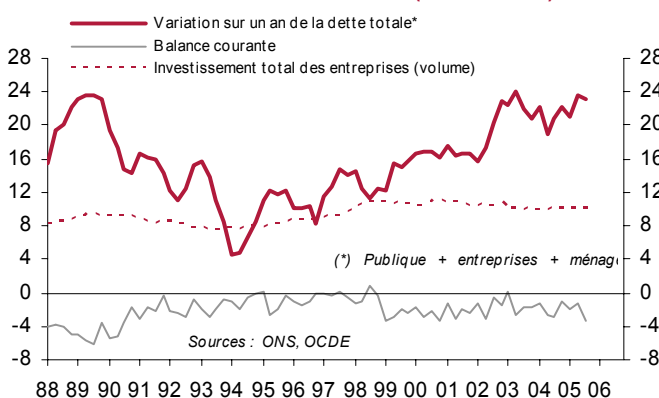


Graphique 11 b
Etats-Unis : dette, cumul de la balance courante et de l'investissement

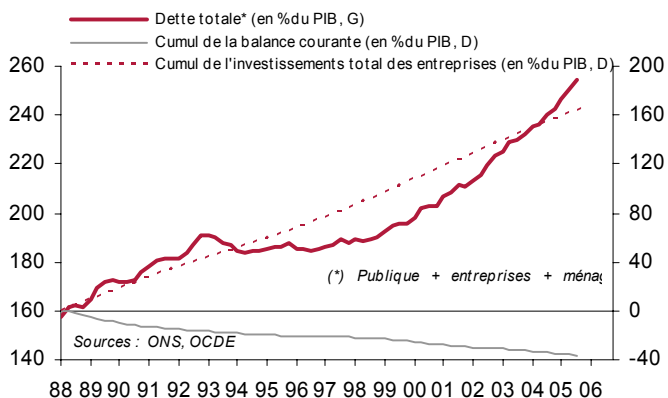


2. Au Royaume-Uni, la hausse forte de la dette totale depuis 1998 entraîne à la fois une hausse de la dette extérieure et un déclin tendanciel du taux d'investissement (graphiques 12 a/b).

Graphique 12 a
Royaume Uni : variation de la dette, solde courant et investissement (en % du PIB)

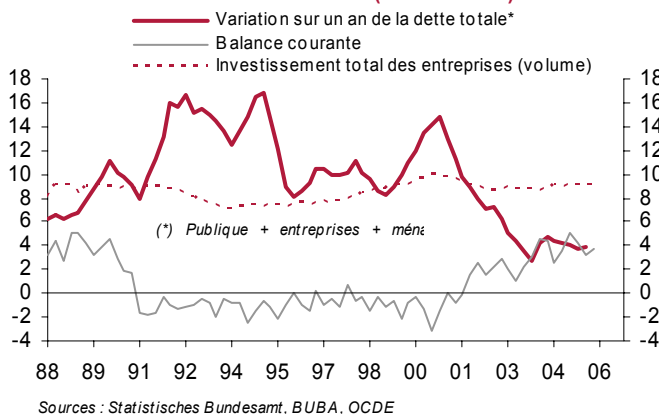


Graphique 12 b
Royaume Uni : dette, cumul de la balance courante et de l'investissement

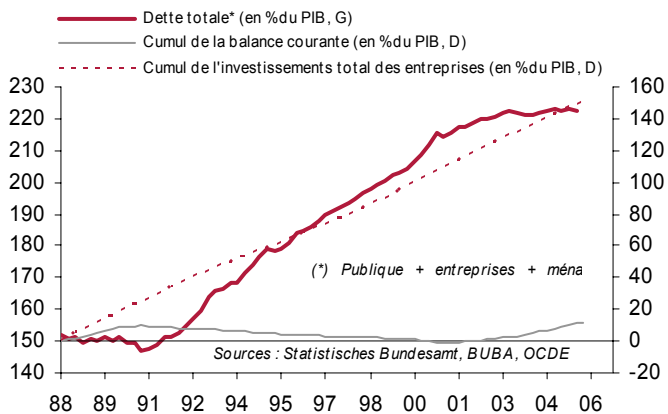


3. En Allemagne, la hausse de la dette totale de 1991 à 2000 fait apparaître un déficit extérieur qui fait disparaître les avoirs extérieurs et réduit le taux d'investissement (graphiques 13 a/b).

Graphique 13 a
Allemagne : variation de la dette, solde courant et investissement (en % du PIB)

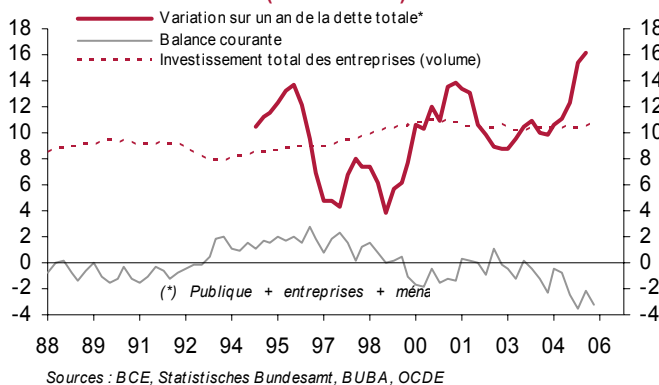


Graphique 13 b
Allemagne : dette, cumul de la balance courante et de l'investissement

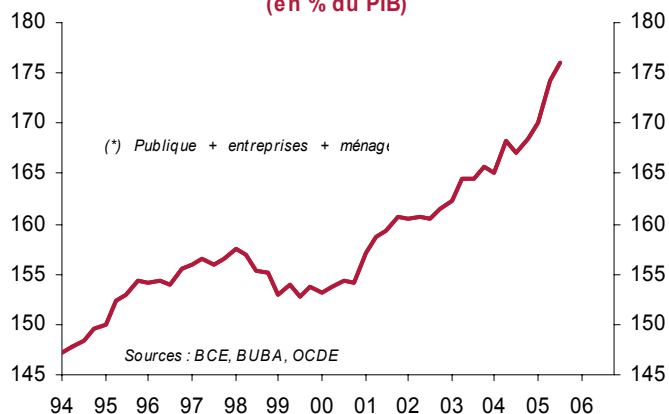


4. Dans la zone euro hors Allemagne, la hausse de la dette totale depuis 2000 fait apparaître des déficits extérieurs, une disparition des avoirs extérieurs, et freinent l'investissement (graphiques 14 a/b).

Graphique 14 a
Zone euro hors Allemagne : variation de la dette, solde courant et investissement (en % du PIB)

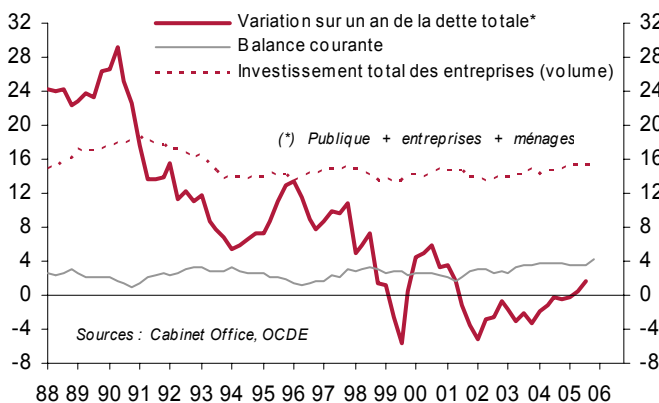


Graphique 14 b
Zone euro hors Allemagne : dette totale* (en % du PIB)

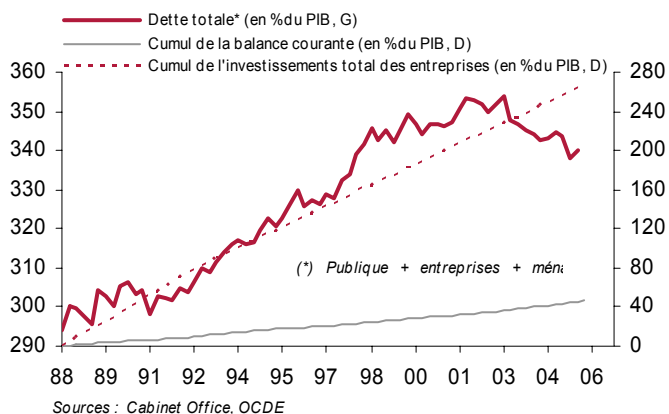


5. Au Japon, la hausse de la dette totale de 1988 à 1998 n'affecte pas la balance courante mais affaiblit l'investissement (ou est similaire avec un affaiblissement de l'investissement (graphiques 15 a/b).

Graphique 15 a
Japon : variation de la dette, solde courant et investissement (en % du PIB)



Graphique 15 b
Japon : dette, cumul de la balance courante et de l'investissement



Au total, lorsque la dette totale s'accroît aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne, dans la zone euro hors Allemagne, mais pas au Japon, cette hausse n'est pas soutenable.

Synthèse : où la hausse de la dette totale (privée et publique) est-elle inquiétante ?

Après les chocs des années 1990-2000, et avec la concurrence accrue des émergents beaucoup de pays ont réagi, pour éviter les pertes induites d'activité, en accroissant l'endettement public ou privé ou les deux (la dette totale).

C'est bien la dette totale qu'il faut examiner, puisqu'il peut y avoir des substitutions entre dette publique et dette privée.

La dette totale est inquiétante si elle provoque une hausse de la dette extérieure ou une baisse de l'accumulation de capital.

Nous voyons que :

- **la dette totale augmente fortement**, depuis le début des années 1990, mais pas dans les années 2000, au Japon et en Allemagne ; depuis la fin des années 1990 ou le début des années 2000 aux Etats-Unis, dans la zone euro hors Allemagne, au Royaume-Uni,
- **la dette totale est insoutenable** lorsqu'elle augmente dans tous les cas sauf au Japon. **La progression actuelle de la dette totale est insoutenable donc aux Etats-Unis, dans la zone euro hors Allemagne, au Royaume-Uni.**