

8. Les crédits au secteur non financier : des taux d'endettement qui restent élevés

Malgré les efforts d'ajustement réalisés tant dans la sphère privée que publique depuis plusieurs années, la dette brute totale des agents non financiers reste en 2017 largement supérieure à son niveau de 2007, et encore davantage si l'on se réfère à celui du début des années 2000. Cette situation est l'héritage d'un passé chahuté : tout d'abord, un cycle d'endettement privé long et ample qui a soutenu la croissance des années 2000 et financé la bulle immobilière aux États-Unis par des crédits *subprime*, et ensuite la crise financière de 2008 et la Grande Récession qui ont nécessité la mise en place de politiques budgétaires de soutien à l'économie et au système financier⁵¹. La dette publique s'est accrue sensiblement entre 2008 et 2013, et au-delà dans certains pays, tandis que simultanément, les agents privés face à une crise économique majeure devaient supporter le poids du désendettement. Depuis plusieurs années, la réduction de cette dette est devenue la priorité des pouvoirs publics mais la décrue est lente et difficile. Du côté monétaire et financier, la baisse des taux d'intervention des banques centrales à des niveaux planchers proches de 0 % combinée aux rachats massifs de titres privés et publics dans le cadre des politiques de *QE* ont permis de réduire le coût de financement des déficits publics et alléger la charge de la dette des agents privés. Mais la réorientation des politiques monétaires amorcée fin 2016 aux États-Unis et qui pourrait débiter au Royaume-Uni et dans la zone euro en 2018 et 2019⁵² devraient rendre plus difficile l'ajustement en cours, et d'autant plus si la croissance ralentit. Dans ce contexte, si l'attention des pouvoirs publics, en zone euro notamment, se focalise sur la question de la dette publique, l'ampleur des dettes privées peut aussi poser question

51. Dans l'étude de l'OFCE « [sur la double nature de la dette](#) », les auteurs montrent les effets associés à un endettement public et un endettement privé (en distinguant ménages et entreprises) et soulignent les effets déstabilisant à moyen long terme de ce dernier, notamment de la dette des ménages.

52. Voir « Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation ».

(OCDE, 2017). Les agents privés sont plus exposés que l'État à un choc sur les taux d'intérêt ou à un retournement de conjoncture. À la différence de l'État qui, dans une économie développée, peut compter sur sa crédibilité pour refinancer sa dette souveraine par de nouvelles émissions de titres publics, un agent privé (ménage ou entreprise) est conduit à rembourser sa dette, faute de refinancement octroyé automatiquement par les banques (y compris les banques centrales) ou d'un accès privilégié aux marchés obligataires. Sa solvabilité est donc plus fragile car assise sur le niveau de ses revenus ou, en cas d'impossibilité de paiement, sur la valeur de ses actifs. Un changement de situation (baisse du chiffre d'affaires, chômage, séparation, retournement des prix dans l'immobilier ou sur les marchés financiers) peut entraîner une faillite, aux répercussions dommageables pour le système financier et plus largement pour l'ensemble de l'économie (BRI, 2017 ; IMF, 2017). C'est pourquoi il est intéressant de faire un point sur la situation d'endettement des agents publics mais aussi privés.

Dans un premier temps, nous étudions les évolutions agrégées des crédits au secteur non financier (ménages, entreprises et secteur public) pour 11 grands pays industriels (9 pays de la zone euro, Royaume-Uni et États-Unis) par secteur institutionnel (voir encadré 4). Afin d'avoir une vision précise de la vulnérabilité des ménages selon leur niveau de richesse, nous procédons, dans un deuxième temps, à une analyse de l'évolution de la situation financière des ménages à partir de l'enquête *Household Finance and Consumer Survey* pour les ménages européens et de l'enquête *Survey of Consumer Finance* pour les ménages américains.

Encadré 4. Les crédits au secteur non financier : sources et définitions

Les données sont issues de la BRI. Elles couvrent toutes les sources de financement destiné au secteur non financier public et privé, y compris les banques domestiques et autres sociétés financières domestiques, les sociétés non financières et les non-résidents. Les instruments de dette sont les monnaies et dépôts pour le secteur public, les prêts et les titres de créances (obligations, ...). Les encours sont évalués sur la base des prix de marché, et non la valeur nominale. Les taux d'intérêt ayant baissé, la valeur des titres est plus élevée que leur valeur d'émission.

Une dette qui reste globalement très élevée

À l'exception de l'Allemagne, la dette du secteur non financier des 10 autres pays étudiés est plus élevée en 2017 qu'en 2007. Cela est encore plus vrai si l'on compare avec l'année 2000 (sauf pour la Belgique et les Pays-Bas) (graphiques 45a et 45b). La dette atteint son point haut en 2013 en Espagne, au Portugal, en Irlande et aux Pays-Bas, et recule légèrement les années suivantes dans ces pays-là. Elle reste stable après 2013 aux États-Unis, en Italie et en Grèce et continue d'augmenter en Belgique, en France et au Royaume-Uni, mais à un rythme moindre cependant que sur la période 2007-2013.

Cette progression de la dette visible depuis les années 2000 s'est assise dans un premier temps sur la hausse puis l'emballement de la dette privée qui a conduit à la crise financière de 2008, puis dans un second temps sur celle de la dette publique. Alors que dans de nombreux pays la dette publique recule légèrement entre 2000 et 2007, la dette privée augmente rapidement dans tous les pays (à l'exception de l'Allemagne) sur la période, et même jusqu'en 2013 pour sept d'entre eux, avant de se stabiliser ou se réduire. La France et dans une moindre mesure la Belgique, font figure d'exception puisque la dette privée continue d'augmenter jusqu'en 2017. Ce mouvement de hausse a été particulièrement conséquent pour les ménages. Entre 2000 et 2007, les ménages ont accru leur taux d'endettement de près de 30 points aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Portugal et aux Pays Bas et de 36 points en Espagne et en Grèce. La dette a continué d'augmenter jusqu'en 2013 – voire au-delà comme en France et Belgique – dans tous les pays à l'exception des pays les plus durement frappés par la crise immobilière (États-Unis, Royaume-Uni et Espagne). Néanmoins les entreprises ne sont pas en reste. Partout elles s'endettent. En Belgique et en Espagne, elles sont les principaux contributeurs à la hausse de la dette privée entre 2000 et 2007 (50 et 20 points de PIB respectivement). Après la crise financière de 2008 et la mise en place des politiques budgétaires expansionnistes, la dette publique a augmenté à un rythme très soutenu de 2007 à 2013, et plus modéré sur la fin de période. Les seuls pays où l'on observe une baisse de l'endettement public sur la période sont l'Allemagne, l'Irlande et les Pays-Bas.

Graphique 45. Engagements financiers du secteur non financier, par pays et par agent



* Pour l'Irlande, nous n'avons pas la décomposition de la dette privée pour l'année 2000.

Source : BRI.

Cette montée de l'endettement public n'empêche pas que à l'exception de l'Italie et de la Grèce, la dette publique reste partout inférieure à la dette privée. La Grèce et l'Italie ont la dette publique la plus élevée : 175 % et 150 % de leur PIB respectif et la dette privée plus

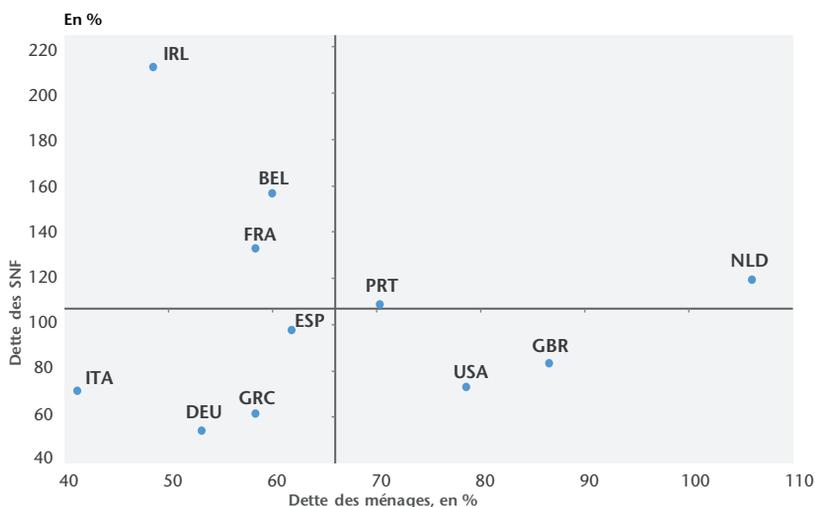
faible qu'ailleurs. Leur dette totale ne fait pas partie des dettes les plus élevées. Dans les autres pays, la dette publique est relativement moindre. On n'observe pas de lien entre le niveau de dette publique et celui de la dette privée : la dette privée peut être très élevée comme en Irlande, aux Pays-Bas ou en Belgique ou au contraire faible comme en Allemagne. Le Portugal a ainsi une dette publique aussi élevée que l'Italie et une dette privée beaucoup plus élevée.

Ménages et entreprises plus ou moins exposés selon les pays

Aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Grèce, en Allemagne, le taux d'endettement des ménages est identique à celui des entreprises. Dans les sept autres pays, il lui est inférieur. Cette situation s'explique par le fait que les ménages sont plus exposés à un risque de défaut et ont un capital moins important que les entreprises. Les modes de financement varient selon les pays (recours au marché obligataire d'entreprises plus important aux États-Unis notamment). Par ailleurs, on observe que les taux d'endettement des ménages entre pays sont un peu plus homogènes que les taux d'endettement des entreprises (les écarts sont d'environ 40 points de PIB pour les ménages et de 100 points – 160 si l'on prend en compte l'Irlande – pour les entreprises) et que comme pour les agents privés et publics, la répartition de l'épargne au sein même des agents privés peut varier : des entreprises très endettées peuvent cohabiter avec des ménages très endettés.

Pour comparer la situation financière des agents privés entre les onze pays étudiés, nous avons représenté le taux d'endettement des ménages et des entreprises à partir de la moyenne des taux d'endettement des pays de l'échantillon (le taux d'endettement moyen des ménages est de 66 % de leur PIB, celui des entreprises de 107) (graphique 46). Il ressort qu'en France, en Belgique, en Irlande, les entreprises sont beaucoup plus endettées que leurs consœurs des autres pays et que les ménages le sont beaucoup moins. Aux Pays-Bas et au Portugal, les entreprises sont légèrement plus endettées que la moyenne et les ménages, surtout néerlandais, nettement plus. À l'inverse, dans les pays anglo-saxons, les entreprises sont moins endettées que la moyenne des pays et les ménages le sont davantage. Enfin, en Grèce, en Italie et en Allemagne – les trois pays dont la dette privée est la plus faible – et en Espagne, ménages et entreprises sont peu endettés par rapport aux autres pays.

Graphique 46. Typologie des pays selon l'écart du taux d'endettement à la moyenne des onze pays cités*, par agent, T3-2017



Note : le point d'intersection des axes correspond à la moyenne du taux d'endettement des ménages qui est de 66 %, et celle des SNF de 107 %.

Source : BRI.

En nous recentrant sur les six principales économies de notre échantillon, la France apparaît singulière dans sa dynamique d'endettement d'après-crise. Si la tendance globale est plutôt au désendettement, la France se distingue de ses partenaires par un comportement atypique, où les ménages comme les entreprises continuent de s'endetter, malgré un taux déjà relativement élevé (graphiques 47 et 48)⁵³. La tendance haussière des années 2000 jusqu'à la crise s'est poursuivie, voire s'est accélérée du côté des entreprises : le taux d'endettement y est actuellement 30 points plus haut qu'au début de l'année 2008 pour les entreprises et 11,6 points pour les ménages. La nouvelle dette des entreprises a surtout été contractée sur le marché obligataire (graphique 49) : entre 2008 et 2016, la part des obligations dans la dette totale des entreprises s'est accrue de près de 9 points et n'a jamais été aussi élevée (22 % en 2017). À l'opposé, l'Espagne qui présentait un taux d'endettement très élevé du côté des ménages et des entreprises pendant la crise, a réalisé un effort de désendettement massif qui se prolonge encore en 2017. Les taux d'endettement sont

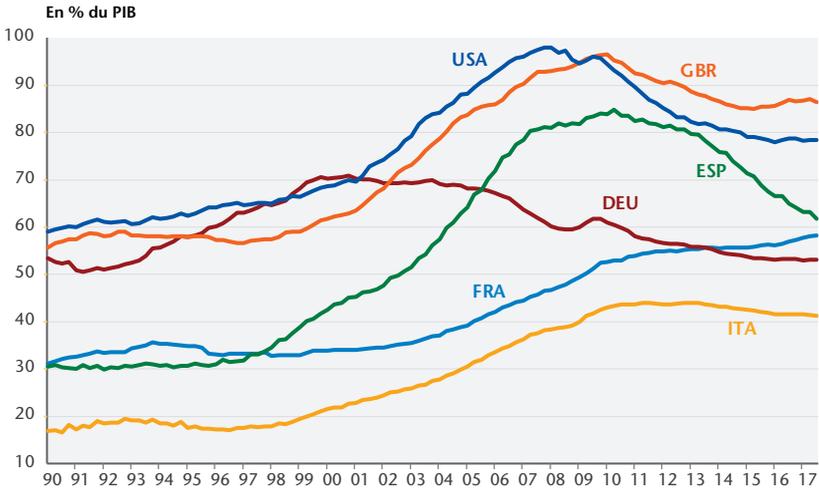
53. Dans une note de décembre 2017, l'INSEE modère l'inquiétude qui peut apparaître face à l'endettement des entreprises françaises. Voir <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3292331?sommaire=3292415>.

moindres que ce qu'ils étaient en 2008, mais demeurent élevés au regard des années qui ont précédé la formation de la bulle immobilière. La situation est analogue pour l'Italie où les ménages et les entreprises continuent de réduire leur exposition au risque. Rapportée au PIB, leur dette est faible mais encore supérieure au niveau d'avant-crise. Néanmoins, là aussi la part de la dette obligataire des entreprises s'est accrue rapidement (+7,6 points entre 2008 et 2017), bien que stable sur la fin de période. Les ajustements ont été différents dans les pays anglo-saxons où les niveaux de dette, notamment des ménages, avaient atteint des niveaux très élevés entre 2008 et 2010. Aux États-Unis, la situation financière des ménages s'est ajustée (-19 points de PIB depuis 2007), notamment dans sa composante hypothécaire qui représentait 73 % de la dette des ménages au pire de la crise, et le taux d'endettement est revenu sur sa tendance d'avant-crise dès l'année 2015. Pour autant, de nouveaux déséquilibres sont apparus sur certains segments de crédit (crédit automobile, cartes de crédits et surtout prêts étudiant) (graphique 50) (**11 % des prêts étudiants sont en défaut de paiement depuis plus de 90 jours**) mais les stocks de dette sont moindres et les risques financiers et macroéconomiques plus limités. Au Royaume-Uni l'ajustement des ménages semble s'être interrompu avant d'avoir été achevé. Une légère hausse du taux d'endettement peut être observée en fin de période au point d'en inquiéter là aussi les autorités ([Bank of England, nov. 2017](#), [Bank of England Q42017](#)). Du côté des entreprises, par contre, les taux d'intérêt bas ont conduit à un emballement de la dette obligataire surtout aux États-Unis, traditionnellement déjà plus orientés vers la finance de marché que vers les banques : entre 2008 et 2017, la dette obligataire des entreprises américaines est passée de 54 % à 70 % de la dette totale et de 16 % à 24 % en 2016 pour les entreprises britanniques.

Après cet état des lieux macroéconomique des niveaux d'endettement des agents par pays, nous procédons à une analyse microéconomique à partir de données d'enquête. Ces données permettent une analyse plus fine de la situation financière et de la vulnérabilité des ménages selon leur niveau de richesse ; elles permettent de déterminer les catégories de ménages endettés, leur évolution au sein des pays et le creusement potentiel des inégalités entre ménages. Au-delà du niveau d'endettement moyen ou médian, il est en effet important de comprendre quels sont les ménages qui s'endettent. Si ce sont les ménages les plus riches, cela n'affecte pas ou peu leur solvabilité – qui est assise sur le niveau des revenus ou la valeur

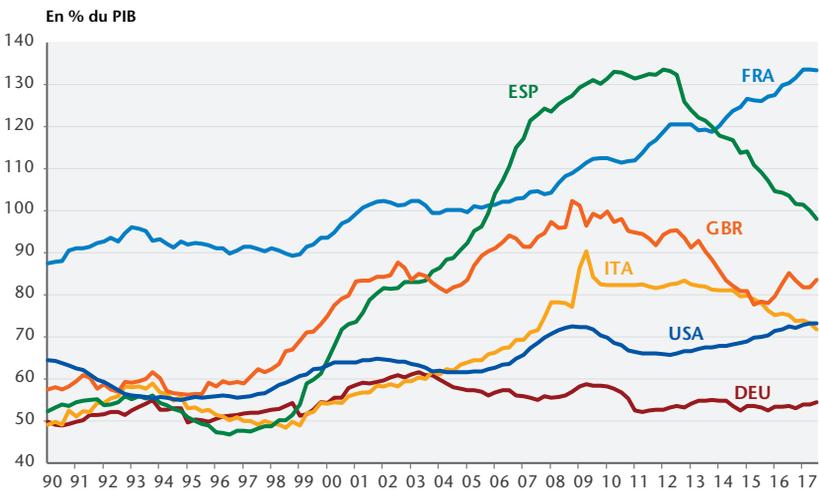
des actifs – et ne crée pas de risque macroéconomique. En revanche, si c'est l'endettement des ménages pauvres qui s'accroît, alors le risque d'insolvabilité s'accroît. Tout changement de situation (retournement de prix immobiliers ou financiers, hausse du chômage) peut entraîner une hausse brutale des créances douteuses, des faillites bancaires et fragiliser la situation financière du pays.

Graphique 47. Crédits aux ménages



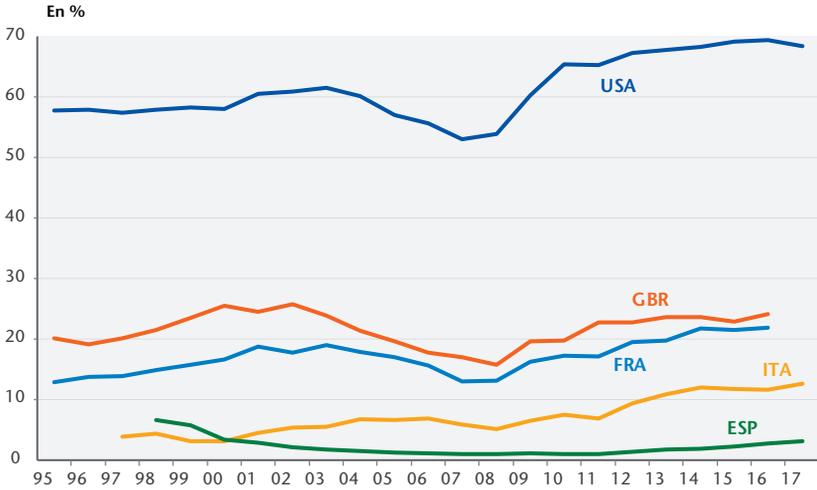
Source : BRI.

Graphique 48. Crédits aux sociétés non financières



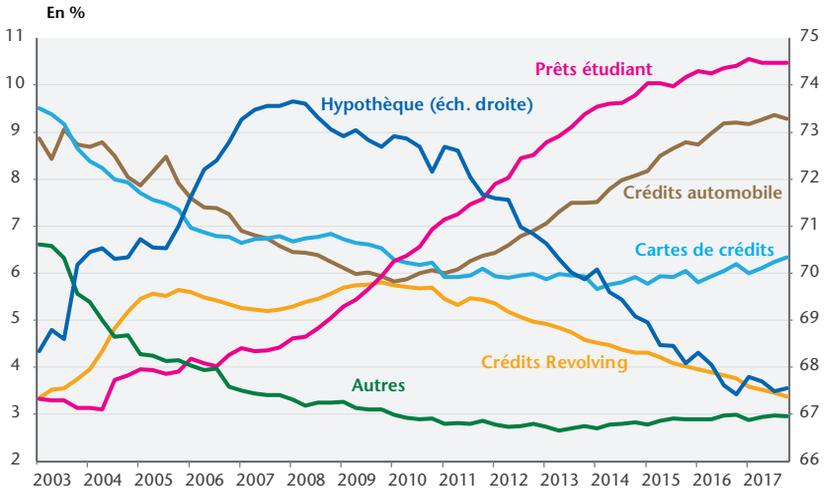
Source : BRI.

Graphique 49. Part de la dette obligataire dans la dette des sociétés non financières



Source : Comptabilités nationales.

Graphique 50. Composition de la dette des ménages américains



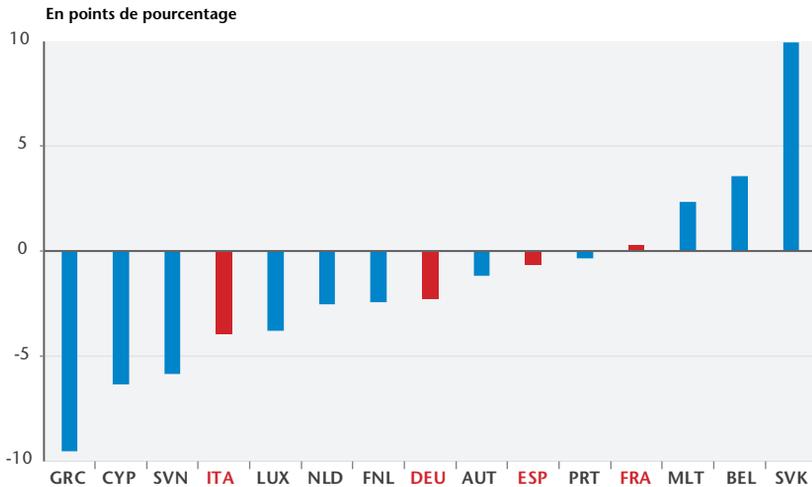
Source : Federal reserve bank of New York.

Désendettement des ménages : zoom sur la zone euro et les États-Unis

Baisse de la part des ménages endettés entre 2010 et 2014...

D'après les premiers résultats de l'enquête *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) – deuxième vague⁵⁴, la proportion de ménages endettés en zone euro a décliné entre 2010 et 2014⁵⁵, passant de 44 à 42,4 %. La situation de l'endettement privé dans les pays fragiles (Grèce, Italie, Irlande, Portugal, Espagne) s'est améliorée : ainsi la part des ménages endettés a baissé de près de 10 points de pourcentage en Grèce, de 6 points à Chypre ou de 4 points en Italie. En revanche, la part des ménages endettés a fortement crû en Slovaquie et, dans une moindre mesure, en Belgique (graphique 51). Aux États-Unis, les deux vagues d'enquête *Survey of Consumer Finance* (SCF) conduites en 2010 et 2013 montrent que la proportion de ménages endettés a légèrement reculé de 0,4 point. En niveau, en revanche, la proportion de ménages endettés est très largement supérieure aux États-Unis (74,5 % des ménages) par rapport à la zone euro (42,4 %).

Graphique 51. Évolution de la proportion de ménages endettés, dans les pays européens entre 2009-2010 et 2013-2014*



* Sauf l'Espagne, pour laquelle on mesure l'évolution sur la période 2008-2011.

Source : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2.

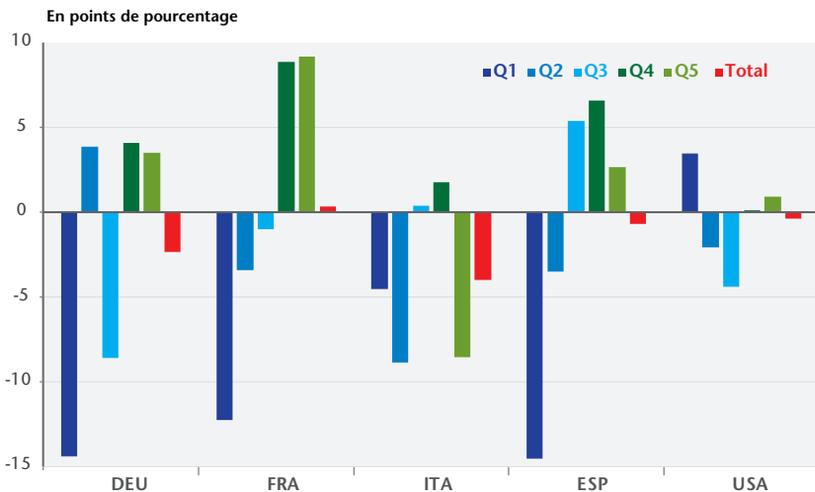
54. Household Finance and Consumption Network (HFCN) (2016), « The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the Second Wave », *ECB Statistics Paper*, n° 18.

55. La période temporelle varie selon les pays retenus, mais la plupart des pays ont mené la première vague de l'enquête en 2009-2010, et la deuxième vague en 2013-2014, à l'exception de l'Espagne (2008-2011).

... différenciée selon les quintiles de richesse nette : le nombre de ménages endettés s'accroît chez les plus riches en zone euro et chez les plus pauvres aux États-Unis

Malgré la baisse globale de la part des ménages détenteurs de dette en zone euro, le montant médian de dette détenu par les ménages endettés a crû, essentiellement à cause des ménages les plus riches. Dans les quatre grands pays de la zone euro, on constate que la part des ménages endettés a baissé entre 2010 et 2014, à l'exception de la France où elle a quasiment stagné (+0,3 point). En réalité, la situation est contrastée selon la richesse nette des ménages (graphique 52) : ainsi, on constate qu'au sein des deux premiers quintiles de richesse nette, la part des ménages endettés a reculé entre 2010 et 2014, à l'exception du deuxième quintile en Allemagne. À l'opposé, la part des ménages endettés dans les deux quintiles les plus élevés de richesse a augmenté en Allemagne, en France et en Espagne, à l'exception de l'Italie où les ménages les 20 % les plus riches sont moins endettés en 2014 qu'en 2010. Deux explications sont possibles : soit la période post-crise a permis aux ménages, notamment les plus fragiles, d'apurer une partie de leur endettement, alors que les ménages moins contraints financièrement ont pu davantage s'endetter, profitant de la politique

Graphique 52. Évolution de la part de ménages endettés par quintile de richesse nette entre 2010 et 2014*



* Sauf l'Espagne, pour laquelle on mesure l'évolution sur la période 2008-2011, et les États-Unis dont on mesure l'évolution sur 2010-2013.

Sources : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2 pour les pays de la zone euro, Survey of Consumer Finance de 2010 et 2013 pour les États-Unis.

de taux bas ; soit les ménages les plus modestes ont été davantage contraints financièrement par une offre de crédit plus limitée. Aux États-Unis, en revanche, c'est au sein des 20 % des ménages les plus pauvres en termes de richesse nette que l'on constate une hausse du nombre de ménages endettés ; chez les ménages à richesse moyenne en revanche, le nombre de ménages endettés recule.

Si la proportion de ménages endettés a globalement baissé en zone euro, en revanche, le montant de dette détenu par les ménages endettés a augmenté entre 2010 et 2014 (tableau 8). Le montant de dette détenu par un ménage médian endetté (corrigé de l'inflation) a particulièrement crû en France (+38,5 %), en Italie et en Espagne (+17,4 % et +13,9 % respectivement), et plus modestement en Allemagne (+9,7 %). Par ailleurs, la dette des ménages espagnols reste très supérieure à la dette des trois autres pays, même s'il faut garder à l'esprit que les années d'enquête ne sont pas les mêmes (2011 pour l'Espagne, 2014 pour les autres). La dette hypothécaire (immobilière) des ménages endettés a nettement baissé en Allemagne, stagné en Italie, mais fortement progressé en France (+46,3 %). Quant à la dette financière, elle a largement baissé en Italie et en Espagne, sans doute en lien avec la crise des dettes souveraines entre 2009 et 2012 qui a entraîné la hausse des taux de crédit aux ménages. Aux États-Unis, en

Tableau 8. Évolution du montant médian de la dette des ménages par pays entre 2010 et 2014*, pour les ménages endettés

Évolution en points de pourcentage, ajusté par l'indice des prix à la consommation harmonisé, Montant en euros courants

	Dette totale		Dette hypothécaire		Dette non hypothécaire	
	Évolution	Montant en 2014	Évolution	Montant en 2014	Évolution	Montant en 2014
DEU	9,7 %	15 000	-11,4 %	76 000	5,3 %	3 500
FRA	38,5 %	27 000	46,3 %	87 000	3,0 %	5 690
ITA	17,4 %	19 000	0,4 %	65 000	-18,7 %	5 000
ESP	13,9 %	43 000	11,2 %	70 000	-20,6 %	6 000
USA	-25,3 %	62 279	-8,0 %	121 670	-8,1 %	13 404

Note de lecture : Chez les ménages allemands endettés, le montant médian d'endettement des ménages a progressé de 9,7 % entre 2010 et 2014, et atteint une valeur nominale de 15 000 euros. En revanche, le montant médian de dette hypothécaire pour les ménages ayant de la dette hypothécaire a baissé de 11,4 %, et le montant de la dette non hypothécaire pour les ménages qui en détiennent a progressé de 5,3 %.

Note : La dette totale n'est pas égale à la somme des dettes hypothécaire et non hypothécaire car on calcule la médiane de l'endettement (resp. hypothécaire et non hypothécaire) uniquement pour les ménages endettés (resp. au niveau hypothécaire et non hypothécaire).

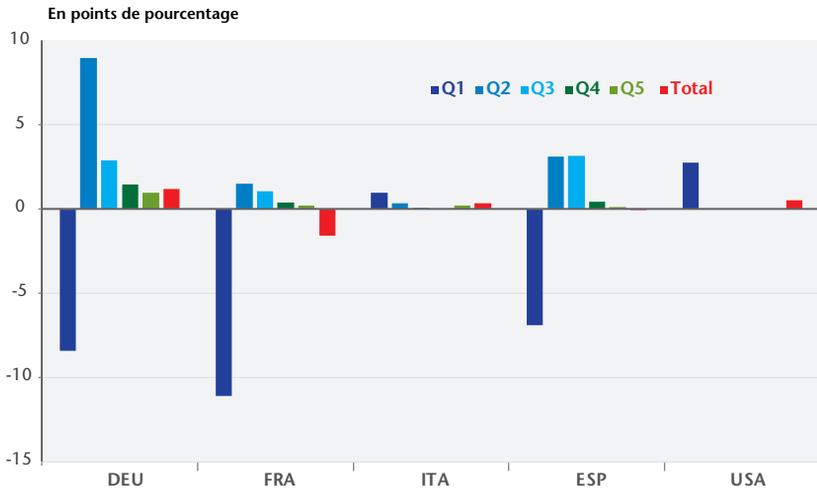
* Sauf l'Espagne (2008-2011) et les États-Unis (2010-2013).

Sources : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2 pour les pays de la zone euro, Survey of Consumer Finance de 2010 et 2013 pour les États-Unis.

revanche, la dette totale détenue par les ménages endettés a fortement baissé entre 2010 et 2013 (-25,3 %), à la fois en termes de montant de dette immobilière et financière.

À côté de l'endettement des ménages, il est utile d'étudier leur vulnérabilité financière. En effet, un scénario dans lequel l'actif des ménages augmente au même rythme que l'endettement ne sera pas comparable à une situation dans laquelle l'endettement augmente sans contrepartie à l'actif. Pour mesurer la vulnérabilité financière des ménages, plusieurs indicateurs peuvent être mobilisés, notamment les ratios dette/actif et dette/revenu brut. En raison de la non comparabilité des revenus bruts entre les deux vagues de l'enquête, on choisit d'étudier l'évolution du ratio dette/actif, qui reflète la capacité du ménage à rembourser ses dettes. Si le ratio est supérieur à 100 %, le passif du ménage est supérieur à son actif, autrement dit, la probabilité d'insolvabilité est plus élevée. Le graphique 53 montre que la solvabilité des ménages les plus pauvres s'est améliorée en Allemagne, en France et en Espagne, et s'est légèrement détériorée en Italie : la part des ménages ayant un ratio dette/actif supérieur à 100 % a en effet baissé pour les ménages du premier quintile de richesse nette, sauf en Italie. La situation est moins favorable pour les quintiles de richesse intermédiaires (deuxième, troisième et quatrième quintiles), pour lesquels la part des ménages ayant un ratio dette/actif supérieur à 100 % a progressé. Notons en particulier la hausse de la vulnérabilité financière pour les ménages allemands du deuxième quintile de richesse nette. Quant aux États-Unis, au rebours de la zone euro, on note une hausse de la probabilité d'insolvabilité pour les ménages du premier quintile de richesse nette. Par ailleurs, le graphique 54 montre que la richesse nette (actif net de la dette) des ménages a baissé globalement dans les quatre grands pays de la zone euro : la baisse est plus marquée pour le quartile inférieur (P25) que pour le quartile supérieur (P75). La richesse nette des ménages des quartiles inférieurs semble avoir été plus fortement affectée par les chocs. Aux États-Unis, on constate également une baisse, mais elle est homogène et ne dépend pas du niveau de richesse.

Graphique 53. Part des ménages dont le ratio dette/actif dépasse 100 %, évolution entre 2010 et 2014 par quintile de richesse nette*, pour quatre grands pays de la zone euro

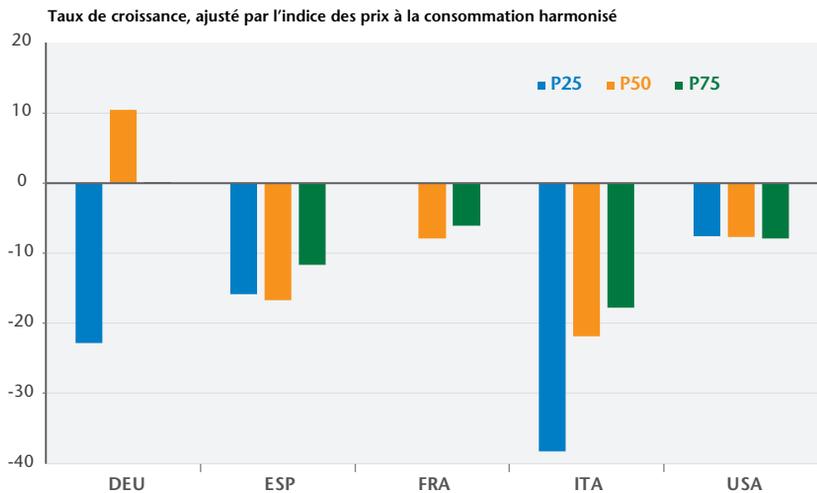


Note de lecture : En Allemagne, la part des ménages dont le ratio dette/actif dépasse 100 % dans le premier quintile de richesse nette a baissé de 8,5 points entre 2010 et 2014.

* Sauf l'Espagne (2008-2011) et les États-Unis (2010-2013).

Sources : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2 pour les pays de la zone euro, Survey of Consumer Finance de 2010 et 2013 pour les États-Unis.

Graphique 54. Quartiles de richesse nette par pays, taux de croissance entre 2010 et 2014 *, pour quatre grands pays de la zone euro



Note : Le premier quartile ne figure pas pour la France en raison d'une modification méthodologique qui rend la comparaison impossible entre les deux vagues de l'enquête.

* Sauf l'Espagne (2008-2011) et les États-Unis (2010-2013).

Sources : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2 pour les pays de la zone euro, Survey of Consumer Finance de 2010 et 2013 pour les États-Unis.