

10. Endettement public et privé : état des lieux

Déficit budgétaire : consolidation en Europe, relâchement aux États-Unis

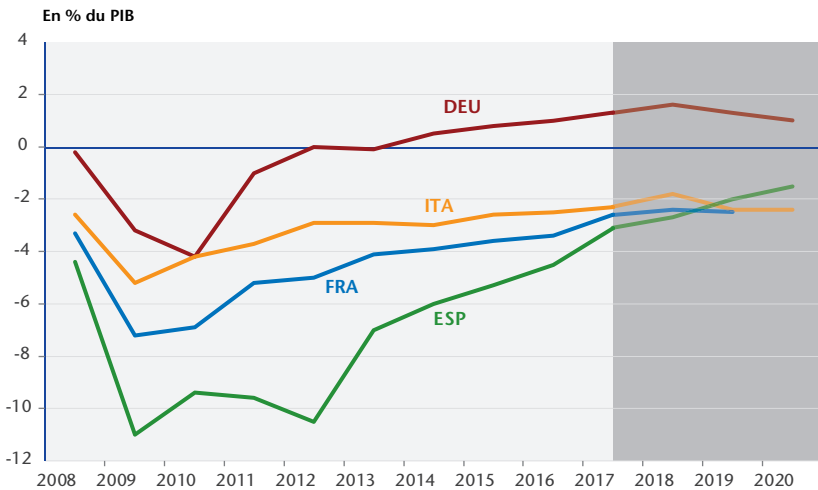
La tendance à la réduction du déficit public se confirme en Europe et devrait se poursuivre en 2019. Même si un plan de relance budgétaire vient d'être voté en Italie, son ampleur a priori modérée devrait limiter le déficit à 2,4 % du PIB en 2019. L'Italie étant parmi les pays les plus endettés d'Europe, l'annonce d'un déficit supérieur aux prévisions peut engendrer des tensions sur le taux d'intérêt relatif à la dette publique. Toutefois, le budget de l'Italie n'est pas particulièrement préoccupant dans la mesure où le solde primaire est positif (1,5 % du PIB en 2017) et où la croissance en valeur prévue pour 2019 (2,3 %) est compatible avec une stabilisation, voire une très légère baisse de la dette publique malgré le déficit annoncé. La réaction des marchés financiers va donc conditionner la trajectoire de la dette italienne puisque des taux d'intérêt plus élevés augmenteraient le déficit public en 2019 et a fortiori le niveau de dette publique¹. Les autres pays européens représentés sur les graphiques 1 (France, Espagne) et 2 (Royaume-Uni) convergent tous vers l'équilibre budgétaire, alors que l'Allemagne affiche des excédents depuis 2014. La situation budgétaire des principales économies européennes s'améliore donc progressivement et ne fait pas apparaître de risque particulier si la croissance économique se maintient. Le niveau élevé de l'endettement public, bien que stable, deviendrait en revanche problématique en cas de retournement du cycle économique car les marges de manœuvre budgétaires des États sont si faibles qu'il leur serait plus difficile de mener des politiques budgétaires contra-cycliques.

L'impulsion budgétaire est importante aux États-Unis, elle a pour conséquence de dégrader le déficit public de façon substantielle (-4,8 % prévu en 2018 puis -5,6 % en 2019). Essentiellement basée sur

1. Pour plus de détails, se référer à la partie I-2 : *Tour du monde de la situation conjoncturelle* section, « Italie : passage en force », dans ce même numéro.

une baisse de la fiscalité, la politique budgétaire américaine apparaît très expansionniste au regard d'une croissance élevée (3 % prévue en 2018), d'un taux d'inflation supérieur à 2 % et d'un taux de chômage historiquement bas (en dessous de 4 %)². Cette impulsion budgétaire, à la fois massive et pro-cyclique, devrait avoir des effets limités sur l'économie américaine compte tenu de la faiblesse des multiplicateurs en haut de cycle et de l'orientation des baisses d'impôts vers les ménages les plus aisés (dont la propension à consommer est plus faible). Par ailleurs, la poursuite de la normalisation de la politique monétaire devrait évincer une partie de l'expansion budgétaire, cette dernière contribuant toutefois à soutenir le PIB en 2019 (2,6 % de croissance prévue). Contrairement à certaines économies européennes, les États-Unis sont peu exposés aux marchés financiers dans la mesure où les bons du Trésor américains sont considérés comme un actif parfaitement sûr. Un déficit public important ne crée pas de tension sur les taux d'intérêts américains comme cela pourrait être le cas en Italie, permettant à l'administration américaine de financer sa politique fiscale sans réelle contrainte budgétaire à court terme.

Graphique 1. Solde budgétaire des principales économies de la zone euro

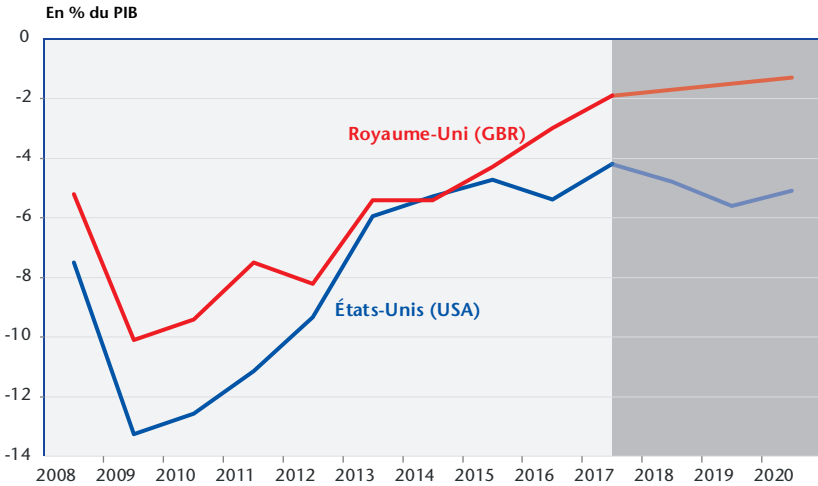


Note : Les courbes dans la partie grisée représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.

Source : Eurostat.

2. Pour plus de détails, se référer à la partie États-Unis.

Graphique 2. Solde budgétaire au Royaume-Uni et aux États-Unis

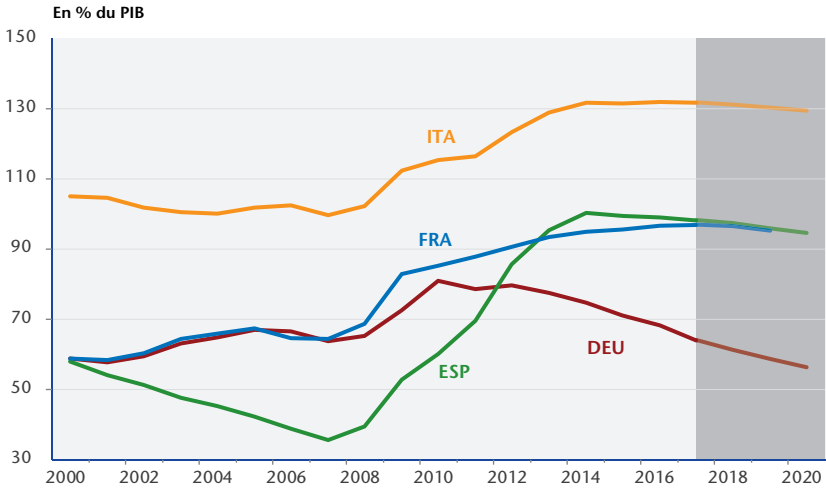


Note : Les courbes dans la partie grisée représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.
Sources : Eurostat et BEA.

Vers une stagnation des dettes publiques en 2019

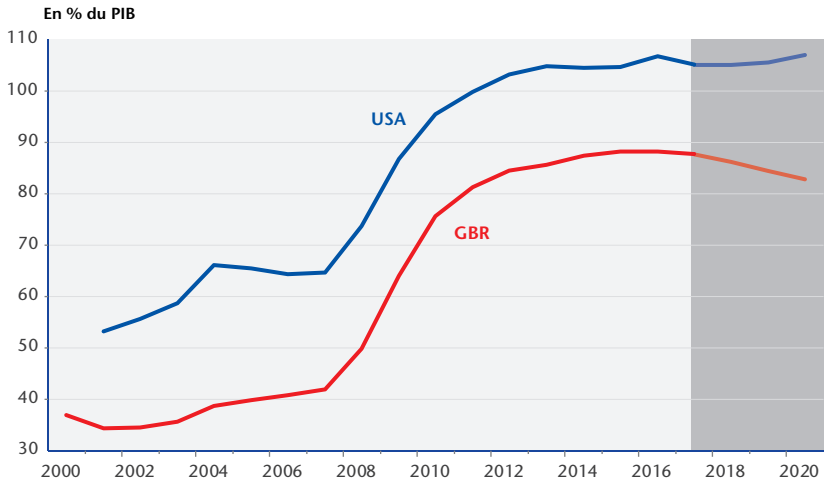
La dette des États se stabilise depuis trois ans, à la fois en Europe et aux États-Unis. L'Allemagne fait toutefois exception, le pays ayant retrouvé en 2017 son niveau de dette d'avant-crise, contrairement aux autres pays européens. Bien que ces derniers soient pour la plupart en dessous du seuil de 3 % de déficit (voir ci-dessus), leur dette stagne à des niveaux relativement élevés par rapport à la situation qui prévalait avant la crise de 2008. En particulier, l'endettement public est toujours trois fois supérieur à son niveau d'avant-crise en Espagne, ce chiffre s'élevant à 1,5 pour la France, 1,3 pour l'Italie et 2 pour le Royaume-Uni, qui a maintenu des déficits importants jusqu'en 2014 (graphique 3 et 4). Cette stagnation des dettes publiques européennes s'explique par la faiblesse de la croissance depuis 2008 et par un taux d'inflation proche de 0 % sur la même période. À cet égard, le léger regain d'inflation observé dans la zone euro depuis 2017 contribue à améliorer la situation budgétaire des États en facilitant leur désendettement. Toutefois, les perspectives de croissance modérées en Europe, combinées à une normalisation progressive de la politique monétaire, ne laissent pas présager une baisse rapide de l'endettement public.

Graphique 3. Dette publique brute, au sens de Maastricht



Note : Les courbes en pointillés représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.
 Source : Eurostat.

Graphique 4. Dette publique brute au Royaume-Uni et États-Unis



Note : Les courbes en pointillés représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.
 Sources : Eurostat et BEA.

En dépit d'un déficit nettement plus important, les États-Unis ne devraient pas augmenter significativement leur niveau de dette publique à court terme. Le dynamisme de la croissance économique et le niveau d'inflation plus élevé qu'en Europe permettent aux États-Unis de supporter un déficit relativement important (voir ci-dessus), compatible avec une stabilisation de la dette. Cette dernière devrait être quasi-stable en 2019 (105,7 % du PIB, après 105,1 % en 2018), mais son évolution dépendra également de l'efficacité des mesures budgétaires entreprises par l'administration américaine. À court terme, l'endettement public élevé n'est pas un problème pour les États-Unis, dont l'hégémonie économique permet d'attirer les capitaux étrangers. Toutefois et à l'instar des pays européens, le maintien d'un niveau de dette publique important interroge sur la capacité du pays à pouvoir mener une politique budgétaire contra-cyclique en période de retournement économique. L'occurrence des crises financières et/ou économiques étant particulièrement élevée aux États-Unis depuis le début des années 1980 (une à deux par décennie), il est surprenant de constater que les déficits consécutifs à la crise de 2008 n'aient pas été transitoires mais au contraire persistants.

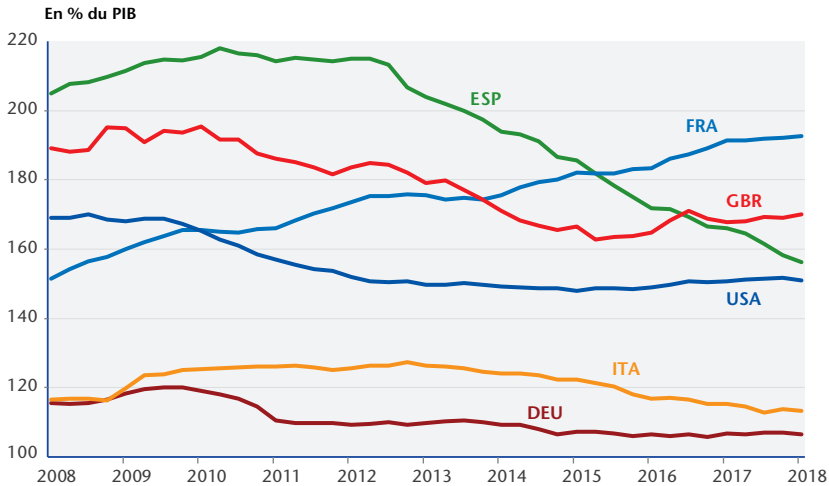
Des trajectoires plus contrastées concernant l'endettement privé

Le désendettement du secteur privé consécutif à la crise de 2008 a été relativement rapide aux États-Unis et en Europe, sauf en Espagne où il se poursuit et en France où la dette privée augmente. D'importantes disparités existent concernant la composition de la dette privée : cette dernière est partagée équitablement entre ménages et sociétés non financières (SNF) aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne, alors que les deux tiers du stock sont détenus par les SNF en France, en Italie et en Espagne. Contrairement à tous les autres pays, l'endettement du secteur privé a sensiblement augmenté en France, pour s'établir à 193 % du PIB en 2017 (contre 151 % en 2008) (graphique 5). Cette progression résulte essentiellement des entreprises mais également des ménages, dont l'endettement a crû de dix points de PIB sur la même période³. Cela étant, la structure et les conditions de prêt sont très différentes selon les pays, rendant difficile la comparaison des

3. Pour un examen plus détaillé, voir Khder et Rousset : « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? », *Note de conjoncture de l'INSEE*, décembre 2017.

risques. Les ménages sont toutefois les agents les plus vulnérables au risque de défaut, comme cela fût le cas aux États-Unis et en Espagne durant la période 2007-2009. Cette vulnérabilité particulière implique qu'une dette excessive supportée par les ménages peut avoir des effets négatifs sur l'activité économique, alors que l'endettement des entreprises ne provoque pas des effets aussi importants⁴.

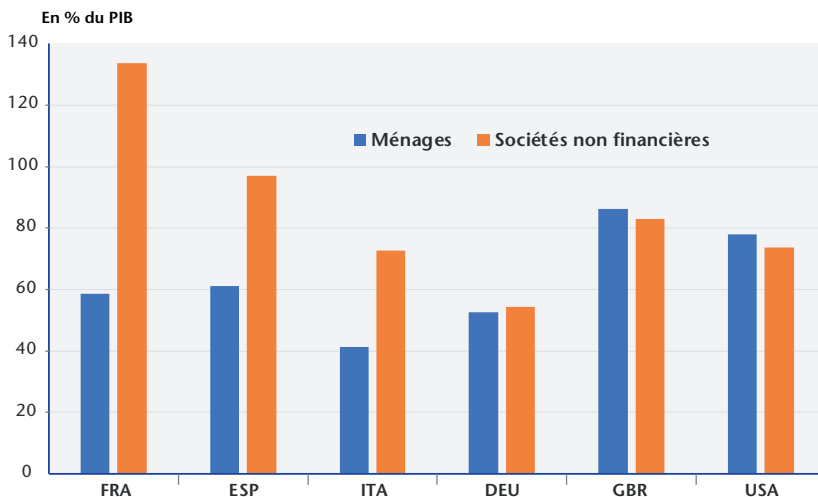
Graphique 5. Crédits aux agents privés (secteur non financier)



Le manque de données concernant la composition de l'endettement des ménages européens ne facilite pas l'analyse du risque d'exposition aux défauts de paiement. Cependant, la part des dettes détenue par les ménages (graphique 6) est moins importante qu'aux États-Unis, sauf au Royaume-Uni. En Allemagne, la dette privée est faible à la fois pour les entreprises et les ménages et ne représente que 107 % du PIB au total. L'endettement des pays européens représentés sur le graphique 6 étant davantage supporté par les entreprises, il ne semble pas présenter de risque majeur à court terme. Toutefois, la fragilité des comptes publics associée à des niveaux de chômage toujours élevés interroge sur la capacité du secteur privé à pouvoir faire face à un nouvel épisode récessif.

4. Voir Guerini *et al.*, 2018 : « The Janus-Faced Nature of Debt: Results from a Data-Driven Cointegrated SVAR Approach », *Macroeconomic Dynamics*, prépublication en ligne.

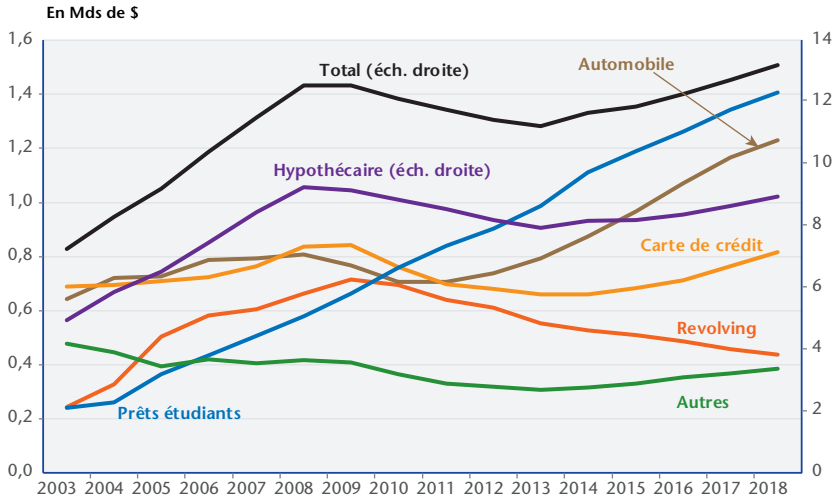
Graphique 6. Répartition de la dette privée (secteur non financier, année 2017)



Source : BRI.

L'examen du graphique 7 montre qu'après la correction post-crise de 2008, l'endettement des ménages américains est à nouveau sur une tendance haussière et atteint un niveau supérieur (en valeur absolue) à celui qui prévalait en 2007. Les prêts étudiants contribuent fortement à cette hausse et ont doublé en dix ans, alors que les prêts relatifs à l'automobile se développent également rapidement. Bien que la hausse de l'endettement des ménages semble plus modérée que durant la décennie 2000, elle pourrait à terme affecter l'économie américaine, notamment si cette dernière retrouve un rythme de croissance plus modéré. Les étudiants sont particulièrement exposés à la conjoncture dans la mesure où leur capacité à rembourser leur dette dépend directement de leur insertion sur le marché du travail à des postes suffisamment rémunérés, plus rares en période de ralentissement économique.

Graphique 7. Structure de l'endettement des ménages, Etats-Unis



Source. Réserve fédérale New York.