

# Ampleur et dynamique de l'endettement en Belgique et dans la zone euro

A. Bruggeman  
Ch. Van Nieuwenhuyze

## Introduction

La crise financière actuelle a une fois de plus démontré que notre système économique peut être en proie à des cycles financiers dans le cadre desquels l'octroi de crédits est procyclique, ce qui, en phase ascendante ou de *boom*, est susceptible d'entraîner une vive accélération du taux d'endettement ou *leverage*. Lorsque le taux d'endettement a augmenté au point de devenir intenable, il s'ensuit généralement un processus de *deleveraging*, ou désendettement, pendant une période de *bust* financier, laquelle est le plus souvent précédée d'une crise financière. Des études empiriques fondées sur des récessions historiques qui ont frappé un groupe important de pays avancés ont prouvé que les récessions qui font suite à une telle crise financière sont généralement beaucoup plus graves et durent plus longtemps (cf. par exemple FMI (2009) ou Jordà et al. (2011)). Il appert en outre que l'ampleur du *boom* qui précède la crise exerce elle aussi une incidence importante à cet égard.

Cela dit, une expansion du crédit ne débouche pas systématiquement sur une crise financière. Dans certains cas, elle peut s'avérer être structurelle, par exemple à la suite de changements d'ordre structurel ou institutionnel; elle donne alors lieu à un élargissement et/ou à un approfondissement des marchés financiers (*financial deepening*). Il est donc essentiel de distinguer les expansions de crédits « favorables » de celles qui sont « dangereuses », et ce tant pour les préoccupations relatives au bien-être de la population que dans une perspective de politique macro-prudentielle. Plusieurs initiatives politiques ont été prises à cet égard pour cartographier les éventuels déséquilibres en relation avec une croissance exagérée des crédits ou un taux d'endettement excessif, de manière à pouvoir déceler à

temps les risques pesant sur la stabilité financière et macro-économique. Entre autres initiatives politiques de ce type en Europe, citons notamment le suivi du niveau d'endettement et de sa progression dans les secteurs non financiers, ainsi que de l'ensemble des obligations du secteur financier, par la Commission européenne dans le cadre de la PDM (procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques).

C'est dans ce contexte que le présent article passe en revue les derniers développements en matière de niveau d'endettement et de risques y afférents, tant en Belgique que dans les autres pays de la zone euro<sup>(1)</sup>. Les évolutions de l'endettement sont interprétées à cet égard dans le cadre du cycle financier. La question qui est au cœur de cette analyse est de savoir si le processus de désendettement – et les conséquences macroéconomiques négatives qu'il implique – s'est déjà amorcé dans la zone euro. Nous abordons cette question tant du point de vue des différents secteurs non financiers (ménages, sociétés non financières et administrations publiques) que de celui des différents pays. Pour ce faire, nous commençons par commenter l'accélération de l'endettement au cours de la décennie écoulée, durant laquelle le taux d'endettement du secteur non financier a augmenté de manière considérable dans la zone euro, atteignant un niveau historiquement élevé (puisqu'il est passé de 173 % du PIB au premier trimestre de 1999 à 233 % du PIB à la fin de 2012). Nous procédons ensuite à une analyse multidimensionnelle de la soutenabilité de la dette sur la base d'un certain nombre d'indicateurs-clés. Pour terminer, nous analysons les aspects offre et demande du désendettement dans la zone euro.

(1) Les données utilisées dans cet article remontent au 3 mai 2013.

La suite de l'article se subdivise en quatre sections qui examinent ces développements plus en détail. La première s'intéresse à l'évolution de la dette sous un angle plus théorique, en s'intéressant plus particulièrement au fonctionnement des cycles financiers et à l'incidence sur la croissance économique des cycles d'endettement/désendettement qui en découlent. La deuxième montre le fort degré d'hétérogénéité des endettements des pays de la zone euro, en ce qui concerne tant leur niveau et leur dynamique que leur composition sectorielle. La troisième section évalue la situation à cet égard pour déterminer si les endettements actuels dans la zone euro sont excessifs, et ce sur la base d'une carte thermique (*heat map*) constituée sur la base d'un certain nombre d'indicateurs de soutenabilité. La quatrième commente les dernières évolutions en matière d'endettement et examine dans quelle mesure un processus de désendettement s'est déjà amorcé dans les pays de la zone euro; à cet égard, elle s'intéresse notamment à l'ampleur du processus de désendettement dans les différents pays et secteurs et au rôle que les facteurs relatifs à l'offre comme à la demande jouent au niveau de l'octroi de crédits. Enfin, la conclusion résume les principaux enseignements et en tire quelques conclusions sur le plan des politiques à adopter.

## 1. Dynamique de la dette et incidence sur l'économie réelle

Les preuves empiriques s'accumulent en faveur de l'existence et de la pertinence macroéconomique de cycles financiers alimentés par un nombre limité de facteurs qui se renforcent mutuellement. Bien que les modalités spécifiques diffèrent selon les cycles, un *boom* financier se caractérise généralement par des perceptions optimistes en matière de valorisation et de risque, une faible aversion pour le risque, un octroi de crédits généreux (sur le plan tant des prix que des composantes hors prix) et un contrôle financier moins strict. Lors d'un *boom*, ces facteurs se traduisent par un taux d'endettement croissant, une valorisation en hausse des actifs financiers et réels et une incidence positive sur la croissance économique. La crise financière actuelle a toutefois illustré une fois de plus que la procyclicité inhérente de l'octroi de crédits peut mener à un endettement (*leverage*) excessif<sup>(1)</sup>. Cet endettement insoutenable entraîne généralement un processus d'assainissement bilanciel par la voie du désendettement (*deleveraging*) pendant la période de *bust* financier. Dans la mesure où cette phase est précédée d'une crise financière, il en résulte une baisse considérable du taux

d'endettement et une récession longue et profonde. De facto, la dette est donc (tant pour ce qui est de son niveau que de son rythme de croissance) une arme à double tranchant, dont l'incidence sur l'activité économique dépend fortement des conditions spécifiques.

### 1.1 Endettement et incidence sur l'économie réelle

La possibilité du financement par endettement (non excessif), par la voie de l'intermédiation financière ou des marchés de capitaux, permet en principe à long terme d'accélérer la croissance et d'atténuer la volatilité macroéconomique (cf. par exemple Levine (2005) pour une synthèse de la littérature empirique). Cela tient notamment au fait que le financement par endettement permet aux agents économiques soumis à une restriction budgétaire de procéder tout de même à des dépenses, financées par des ressources provenant d'autres agents disposant d'un excédent budgétaire. Ce faisant, l'on peut donc dissocier les décisions d'investissement des flux de revenus, et, dès lors, affecter plus efficacement le capital disponible et améliorer le potentiel de croissance de l'économie. En outre, le financement par endettement permet d'étaler dans le temps l'incidence des chocs négatifs (positifs) temporaires de revenu, ce qui évite aux différents secteurs institutionnels de réduire (accroître) immédiatement leurs dépenses. Cela permet donc surtout de limiter la volatilité de l'activité économique, et, partant, d'atteindre un niveau de bien-être accru, en raison d'une incertitude mieux contenue. Enfin, le financement par endettement permet aux pouvoirs publics de mener une politique contracyclique, soit par le jeu des stabilisateurs automatiques, soit par une politique de relance active, ce qui devrait modérer les chocs négatifs sur les revenus pour les autres secteurs.

Le risque existe toutefois que la procyclicité inhérente à l'octroi de crédits engendre un endettement excessif. La procyclicité visée ici est liée à l'accélérateur financier, qui fait qu'en période de *boom*, il se crée une interaction de renforcement mutuel entre l'octroi de crédits et la valorisation d'actifs (réels ou financiers) du secteur privé non financier. Au cours du *boom* financier, qui correspond généralement à une croissance relativement élevée du PIB, l'optimisme est de mise, et se traduit notamment par une hausse des prix des actifs et une baisse des coûts de financement. Par conséquent, l'octroi de crédits augmente, continuant ainsi de soutenir l'économie. Il en résulte certes une augmentation du taux d'endettement du secteur privé non financier, mais comme la valeur des garanties sous-jacentes augmente également et que l'activité économique prospère, la perception générale du risque demeure favorable. L'optimisme général s'en

(1) Kindleberger (1978) et Minsky (1982) ont déjà décrit en détail comment l'instabilité inhérente de l'intermédiation financière et des marchés financiers peut entraîner un endettement excessif, qui ouvre alors la voie à une crise financière et à un processus de désendettement draconien.

trouve renforcé, et l'octroi de crédits continue de jouer un rôle de soutien, engendrant des effets de second tour.

Toutefois, à la longue, le secteur privé non financier voit son taux d'endettement augmenter à un point tel qu'il devient très sensible à certains chocs susceptibles d'entraîner un désendettement considérable. Ces chocs peuvent provenir par exemple d'un changement significatif du sentiment des marchés et de l'attitude face au risque, d'une correction soudaine des prix des actifs, de problèmes de financement au sein du secteur bancaire, ou d'une récession mettant sous pression les flux de revenus escomptés et, partant, la capacité de remboursement des différents secteurs. La plupart du temps, ces chocs se renforcent mutuellement, et le taux d'endettement excessif qui s'est accumulé lors du *boom* financier devient une variable contraignante, qui force un assainissement bilanciel du secteur privé, et peut entraîner de lourdes conséquences pour l'économie réelle. Ces récessions de bilan (*balance sheet recessions*) sont généralement plus profondes et plus longues qu'une récession ordinaire (cf. Koo, 2011).

## 1.2 Désendettement et incidence sur l'économie réelle

La pression en faveur du désendettement, en période de *bust*, peut se présenter sous différentes formes. Des doutes quant à la solvabilité du secteur privé non financier peuvent entraîner tant une baisse de la demande de crédits (assainissement bilanciel volontaire ou désendettement alimenté par la demande) qu'une réticence accrue des banques à octroyer aisément des crédits (désendettement alimenté par l'offre). Ce désendettement par la voie de l'offre peut en outre dégénérer en véritable pénurie de crédits (*credit crunch*) si la solvabilité du secteur financier est à son tour mise sous forte pression sur fond de crise financière.

La phase de *bust* induit un revirement du sentiment des marchés: en raison du taux d'endettement accru du secteur privé et de la surévaluation éventuelle des garanties (actifs) couvrant ces dettes, les risques de crédit sont réévalués. L'accélérateur financier qui avait alimenté le *boom* se met à fonctionner en sens inverse. Le ralentissement de l'octroi de crédits et la réévaluation des risques, ainsi que l'accroissement du risque d'assister à des défauts de paiement pouvant aboutir à des ventes précipitées (*fire sales*), pèsent sur les prix des actifs, ce qui renforce encore la mauvaise perception de la solvabilité du secteur privé non financier. Sur fond de ralentissement de l'activité économique, le risque est réel de voir le mouvement de désendettement s'intensifier sous l'effet de la demande, les secteurs privés non financiers tentant de compenser leur perte de patrimoine net en épargnant davantage ou en

remboursant plus rapidement leur dette, et/ou de l'offre, les banques resserrant les conditions d'octroi de crédits. Si ces adaptations s'opèrent à une échelle suffisamment grande, elles engendrent une spirale baissière faite de dévalorisation d'actifs, de resserrement des conditions d'octroi des crédits et de désendettement, de nature à déboucher sur une récession profonde (cf. ci-après).

La réticence du secteur financier à octroyer des crédits en réaction au taux d'endettement accru du secteur privé non financier peut être renforcée encore par les problèmes que connaissent les établissements financiers eux-mêmes. Dans la mesure où le secteur bancaire a lui aussi développé à l'excès son levier d'endettement pendant la phase de *boom*, sa solvabilité perçue en pâtit aussi, et il est dès lors lui aussi confronté à des coûts de financement en hausse. Comme l'échéance des engagements des établissements financiers est nettement plus courte que celle de leurs créances (*maturity transformation*), leur marge d'intérêt et leur rentabilité sont mises sous pression, en particulier en ce qui concerne les établissements présentant un endettement élevé. Ceci aggrave encore l'influence négative sur la disposition des banques à octroyer de nouveaux crédits<sup>(1)</sup>. Si l'État ne constitue plus une protection (*backstop*) crédible contre d'éventuels problèmes au sein du secteur bancaire résident, les banques en difficulté ne trouveront de quoi se financer sur le marché, et seront obligées de réduire progressivement leurs activités, soit en vendant des actifs (financiers), ce qui poussera encore un peu plus les prix à la baisse, soit en réduisant leur octroi de crédits<sup>(2)</sup>.

Non seulement les formes de désendettement décrites ci-dessus mènent à un cercle vicieux de ralentissement de l'octroi de crédits et de baisse des prix des actifs, mais elles ont également une incidence négative sur l'activité économique. Des études empiriques, comme celle de Jordà et al. (2011) réalisée sur la base d'un échantillon de 223 cycles conjoncturels répartis sur 14 pays avancés au cours de la période 1870-2008, montrent que les récessions qui succèdent à une crise financière diffèrent sensiblement des récessions ordinaires. Tout d'abord, elles se caractérisent par une croissance négative du PIB plus prononcée et se prolongent pendant plusieurs années. En outre, l'incidence (négative) sur la croissance du PIB est d'autant plus importante que l'octroi de crédits au secteur privé a progressé plus vivement lors de la phase d'expansion. Dans une étude connexe, Taylor (2012) en arrive à la conclusion que

(1) La réticence des banques à octroyer des crédits peut également être liée à la réglementation, par exemple par le jeu de l'anticipation du durcissement des exigences de Bâle III en matière de fonds propres et de liquidités, ou dans le cadre des plans de restructuration que certaines banques sont tenues de réaliser en raison des aides d'État dont elles ont bénéficié.

(2) Les effets de contagion se produisent également à l'inverse: les États qui ont dû soutenir leur secteur bancaire au cours de la crise actuelle ont vu leur degré d'endettement progresser fortement, ce qui leur a occasionné à leur tour des problèmes.

la gravité d'une récession financière dépend également du niveau d'endettement des administrations publiques.

### 1.3 Principaux canaux de transmission

Les principaux canaux par lesquels le désendettement opéré par le secteur privé non financier agit sur l'économie réelle sont présentés au graphique 1. D'une part, le désendettement peut découler d'un fléchissement de la demande de crédits à la suite d'un assainissement bilanciel volontaire – destiné à compenser la baisse du patrimoine net – ou d'une hausse des coûts de financement. D'autre part, le désendettement peut être induit par l'offre, le secteur financier limitant son offre de crédits, le cas échéant en réaction à une détérioration de sa propre solvabilité ou de celle de l'État<sup>(1)</sup>.

#### 1.3.1 Administrations publiques<sup>(2)</sup>

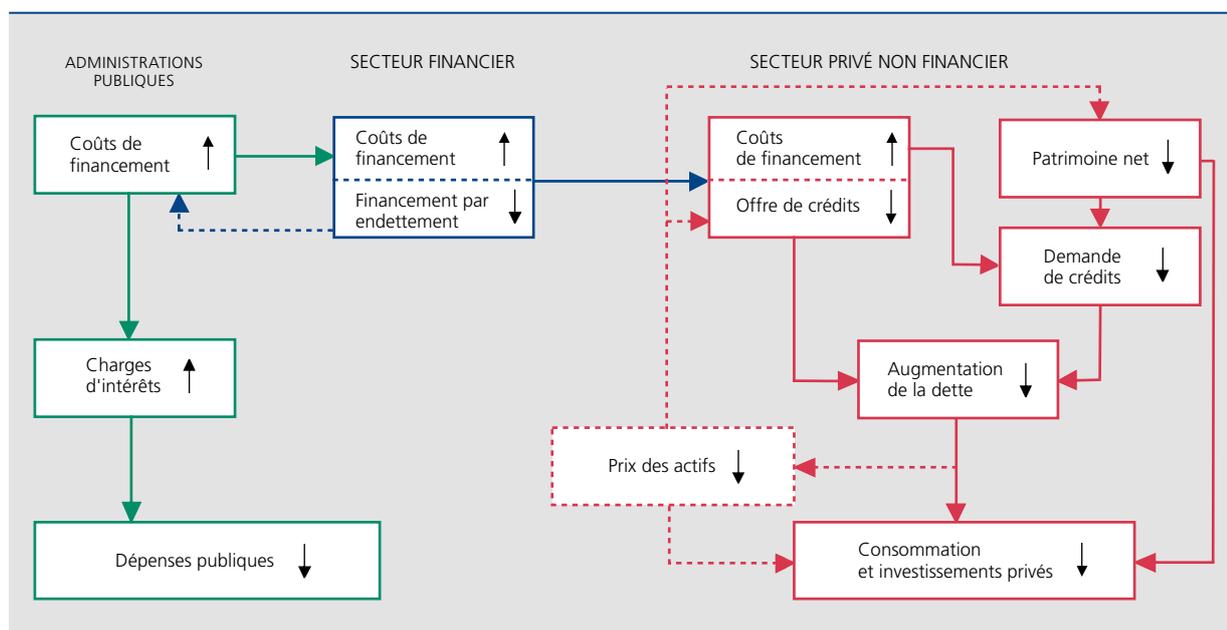
Si la solvabilité des administrations publiques est mise sous pression, les investisseurs demanderont une prime de risque plus élevée pour la détention de titres publics. Ardagna et al. (2007) illustrent par ailleurs que la relation entre le niveau de la dette publique et la prime CDS sur la dette publique est non linéaire. Cette hausse du taux des emprunts publics signifie avant tout que les administrations publiques devront payer davantage de charges d'intérêts : il en résultera une marge de manœuvre moindre pour d'autres dépenses. Une partie de la hausse des charges d'intérêts sera certes payée au secteur privé intérieur, ce qui

pourrait soutenir la consommation et les investissements privés, mais il en résultera tout de même une incidence négative nette sur la croissance du PIB dans la mesure où les charges d'intérêt accrues seront payées à l'étranger ou à des agents intérieurs présentant une propension marginale à consommer et/ou à investir inférieure à celle des administrations publiques (cf. également Eggertsson et Krugman, 2012). En outre, les administrations publiques auront également moins de latitude pour mener une politique budgétaire contracyclique, ce qui accentuera l'incidence d'un choc négatif de revenu (par exemple une récession) sur l'activité du secteur privé.

Une augmentation du taux d'intérêt des titres publics entraînera aussi les coûts de financement des autres secteurs à la hausse. En effet, le taux des obligations publiques fait souvent office de taux de référence pour la fixation des prix d'autres contrats, comme par exemple les crédits bancaires aux ménages et aux sociétés non financières (cf. Cordemans et de Sola Perea, 2011). Par ailleurs, les primes de risque des secteurs privés sont influencées par la prime de risque des administrations publiques (*sovereign risk channel*). D'après Harjes (2011), par exemple, une hausse de la prime CDS des administrations publiques

- (1) Le canal du taux de change n'est pas pris en considération. Selon ce canal, le ralentissement de l'activité économique entraînerait une dépréciation du cours de change, augmentant la valeur de la dette contractée en devises étrangères, et ainsi la pression en faveur du désendettement.
- (2) Bien que le présent article se concentre sur le secteur privé non financier, l'on s'attarde ici quelque peu sur l'État. Étant donné que l'incidence économique de la dette publique a déjà été traitée en détail dans Nautet et Van Meensel (2011), l'on ne se penchera ici que sur les principaux canaux ayant également une incidence sur le secteur privé.

GRAPHIQUE 1 PRINCIPAUX CANAUX DE TRANSMISSION



dans la zone euro se répercute en moyenne pour moitié sur les primes CDS des grandes entreprises privées (banques et sociétés non financières). Corsetti et al. (2013), se limitant aux sociétés non financières, montrent que la prime CDS de ces entreprises est bien plus élevée dans les pays où la prime CDS des administrations publiques a elle aussi connu une forte progression depuis la mi-2010, et estiment que ce *sovereign risk channel* renforce l'incidence des chocs sur la demande agrégée, à moins que la banque centrale ne soit en mesure de compenser en abaissant les taux d'intérêt.

### 1.3.2 Ménages

Les ménages fortement endettés consacrent, toutes autres choses restant égales par ailleurs, une plus grande partie de leurs revenus au remboursement de leurs dettes. Ils sont dès lors plus sensibles à une baisse des revenus, à une hausse des taux d'intérêt ou à une diminution des prix des actifs, chocs qui ne sont pas inhabituels en période de *bust*. Les chocs sur les revenus et les taux d'intérêt alourdiront la charge de remboursement et pèseront donc sur la consommation privée. De même, la correction des prix des actifs entraînera une diminution de la consommation des ménages, puisqu'ils vont tenter de compenser la baisse de leur patrimoine net en épargnant davantage ou en remboursant leurs dettes plus rapidement (cf. par exemple Koo, 2011). Par ailleurs, ce sont surtout les ménages moins solvables qui demanderont moins facilement un nouveau crédit, ou qui le feront pour un montant moins élevé. Globalement, les ménages reverront donc leurs projets de consommation ou d'investissement à la baisse en raison de l'assainissement bilanciel volontaire.

Lorsque la capacité de remboursement (perçue) des ménages affiche une baisse trop prononcée, non seulement leurs coûts de financement augmenteront, mais l'on assistera également à un effet volume. Les banques s'efforceront d'atténuer leur exposition aux risques en augmentant les marges, mais aussi en resserrant les autres conditions d'octroi de crédits, par exemple en abaissant la quotité empruntable (*loan-to-value*) ou en limitant l'échéance du crédit, de sorte que ces crédits deviendront plus difficilement accessibles aux ménages moins solvables. D'après l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, ce désendettement alimenté par l'offre a bel et bien eu lieu au sein de la zone euro. Au cours de la période allant du premier trimestre de 2008 au deuxième trimestre de 2009, le pourcentage net des banques qui ont resserré les conditions d'octroi de crédits en raison d'une hausse de la perception du risque lié aux prix des logements ou à l'activité économique en général s'est établi à plus de 14 %, et ce resserrement s'est ensuite poursuivi, bien que dans une moindre mesure. En Belgique, cela a été bien moins le cas.

Selon les deux canaux (désendettement alimenté par la demande ou par l'offre), l'ampleur de l'effet net sur le PIB dépendra des différences relatives entre la propension à consommer/investir des emprunteurs (qui pourront moins consommer ou investir dans les logements) et celle des prêteurs (qui pourront consommer ou investir plus). Comme l'a affirmé Tobin (1980), « debtors have borrowed for good reasons, most of which indicate a high marginal propensity to spend from wealth or from current income or from any other liquid resources they can command » (« les débiteurs ont emprunté pour de bonnes raisons, qui indiquent, pour la plupart, une propension marginale élevée à dépenser leur patrimoine, leur revenu courant ou toute autre source liquide dont ils puissent disposer »), ce qui implique qu'un processus de désendettement exercera généralement un effet de demande négatif (cf. également Eggertsson et Krugman, 2012).

Dans l'ensemble, le désendettement en phase de *bust* pèsera donc tant sur la consommation privée que sur les investissements en logements. Dans ses *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2012, le FMI analyse un échantillon de 99 périodes entre 1980 et 2011, réparties sur 24 pays de l'OCDE et Taïwan, au cours desquelles les prix des logements ont enregistré une nette diminution. Selon cette analyse, l'incidence du *bust* dépend fortement de l'ampleur du *boom* qui a précédé. Dans la mesure où les périodes de *bust* ont été précédées d'un endettement considérable (*high-debt busts*), elles ont eu une incidence particulièrement négative sur la consommation privée, incidence due à la combinaison d'un désendettement plus important et d'une plus forte baisse des prix des logements. Les investissements en logements ont également affiché une baisse accrue lors des crises à fort endettement (*high-debt busts*), mais ces estimations sont moins précises car tous les pays ne publient pas des données en matière d'investissements en logements.

### 1.3.3 Sociétés non financières

Pour les sociétés non financières, ce sont en grande partie les mêmes canaux qui interviennent que pour les ménages, à quelques adaptations près. En ce qui concerne les sociétés non financières fortement endettées, la charge de remboursement absorbe une grande part de leurs flux de liquidités libres : elles conservent donc moins de ressources internes pour (contribuer à) financer d'éventuels investissements. Par ailleurs, ces entreprises sont plus sensibles à une baisse des flux de liquidités ou à une hausse des intérêts d'emprunt. Les entreprises de taille plus modeste seront généralement plus fortement touchées par ces chocs et disposeront de moins de sources de financement alternatives, ce qui les obligera à réduire davantage leur taux d'endettement et à renoncer à certains investissements. Pour les grandes

entreprises, il est plus difficile de savoir dans quelle mesure un désendettement alimenté par la demande opérera. Il existe deux grandes théories concernant la structure de capital optimale des entreprises, la théorie de l'arbitrage (*trade-off*) et la théorie de la hiérarchie des préférences (*pecking order*), seule la première permettant un désendettement alimenté par la demande. Selon ce modèle de l'arbitrage, les entreprises définissent leur structure de capital optimale en sopesant les coûts et les avantages marginaux qu'il y a à augmenter le financement par endettement. Tant que les avantages, par exemple sur le plan de l'économie d'impôt que permet le financement par endettement, sont plus importants que le coût de la détresse financière (*cost of distress*), par exemple sous la forme d'un risque accru de défaut de paiement, les entreprises continuent de financer leurs projets d'investissement rentables par apport de fonds de tiers. Toutefois, si la situation économique se détériore et/ou si le taux d'endettement menace de dépasser le niveau optimal (autrement dit, si le coût de la détresse financière perçu prime sur les avantages d'un endettement accru), les entreprises vont amorcer un processus de désendettement, alimenté par la demande. Selon le modèle alternatif de la hiérarchie des préférences, il n'y a toutefois pas de place pour un désendettement alimenté par la demande, parce que, en raison du problème d'asymétrie de l'information, les entreprises marquent une nette préférence en matière de sources de financement, quel que soit le niveau de leur taux d'endettement. Les entreprises préfèrent, dans toute la mesure du possible, financer d'abord leurs investissements en utilisant les ressources internes. Leur préférence va ensuite au financement par endettement, et ce n'est qu'en dernier ressort qu'elles recourent à l'émission d'actions. La littérature empirique n'offre toutefois pas de réponse convaincante à la question de savoir laquelle de ces deux théories prime, et l'on peut en conclure que, même dans le cas de grandes sociétés non financières, il y a lieu de tenir compte de la possibilité d'un désendettement alimenté par la demande qui pèsera sur les investissements des entreprises.

Quant au désendettement alimenté par l'offre, il opère bel et bien autant à l'égard des sociétés non financières que des ménages, mais l'incidence sur les investissements des entreprises en sera vraisemblablement moindre. En effet, si le taux d'endettement des sociétés non financières devient excessif, les prêteurs réagiront non seulement en augmentant les marges, mais également en resserrant les autres conditions d'octroi de crédits: c'est ainsi qu'ils pourront décider, par exemple, de limiter l'échéance ou l'ampleur du crédit, ou de demander davantage de garanties aux entreprises, induisant de ce fait une contraction de l'octroi de crédits. Cet affaiblissement de l'offre de crédits va peser plus particulièrement sur les investissements des PME, celles-ci n'ayant, à l'instar des ménages, que très peu de

choix quant aux sources de financement. En revanche, l'incidence sur les investissements des sociétés non financières de plus grande taille et financièrement plus solides sera probablement moindre, ces dernières pouvant au besoin recourir à l'émission d'obligations ou d'actions, surtout si le resserrement du crédit est dû principalement à une crise bancaire, et que c'est donc surtout le secteur bancaire qui est à l'origine du *credit crunch*.

Enfin, la baisse des cours de bourse pendant la phase de *bust* exercera également une influence négative plus directe sur les investissements des entreprises, puisqu'il sera alors plus avantageux de racheter des entreprises que d'en créer de nouvelles (Brainard et Tobin, 1968).

Il est plus difficile de trouver des preuves empiriques globales concernant l'incidence du désendettement sur les investissements des entreprises. Pour la zone euro, Buca et Vermeulen (2012) trouvent des preuves indirectes d'un *bank credit crunch* en 2009. Ils concluent que ce sont surtout les entreprises plus dépendantes du crédit bancaire qui ont réduit leurs investissements en 2009: le taux d'investissement des petites et moyennes entreprises diminue en moyenne de 4,6 points de pourcentage si le taux d'endettement bancaire augmente de 10 points de pourcentage, à taux d'endettement total constant. Pour l'Italie, Gaiotti (2013) conclut que les entreprises confrontées à une limitation de l'offre de crédits réduisent leurs investissements de 10 à 15 % en moyenne. Mais en phases de récession, cet effet est presque deux fois plus important, les entreprises étant en ce cas réduites à un choix plus limité d'autres sources de financement.

## 2. Évolution et ampleur de l'endettement global

### 2.1 Dynamique de la dette en Belgique et dans la zone euro

#### 2.1.1 Historique

Sur la base de séries à long terme, la plupart des économies de la zone euro se sont caractérisées, au cours des trois dernières décennies, par une accumulation marquée de la dette et un accroissement sensible du taux d'endettement. Le graphique 2 illustre cette évolution, pour la Belgique à partir de 1980 et pour la zone euro à partir de 1999. Dans l'ensemble de la zone euro, l'endettement brut global consolidé<sup>(1)</sup> du

(1) Sauf mention contraire, le présent article utilise pour chaque pays et chaque secteur institutionnel le taux d'endettement brut consolidé, calculé comme la dette brute consolidée exprimée en pourcentage du PIB nominal annuel (cf. l'encadré 1 pour davantage d'informations).

secteur privé et du secteur public non financier est passé de 173 % du PIB au début de 1999 à 233 % du PIB à la fin de 2012 et se situe ainsi à son niveau le plus haut depuis la création de l'UEM. L'endettement brut de l'ensemble du secteur non financier en Belgique (249 % du PIB à la fin de 2012) se situe également à un niveau historiquement élevé.

La hausse notable de la dette agrégée au cours des dernières décennies n'est pas propre aux économies de la zone euro, elle a été observée également à l'échelon international. Pour un groupe de 18 économies avancées, Cechetti et al. (2011) constatent que, en moyenne, le taux d'endettement global a quasiment doublé depuis le début des années 1980. La trajectoire d'endettement exacte et la répartition entre secteur privé et administrations publiques diffèrent néanmoins d'un pays à l'autre.

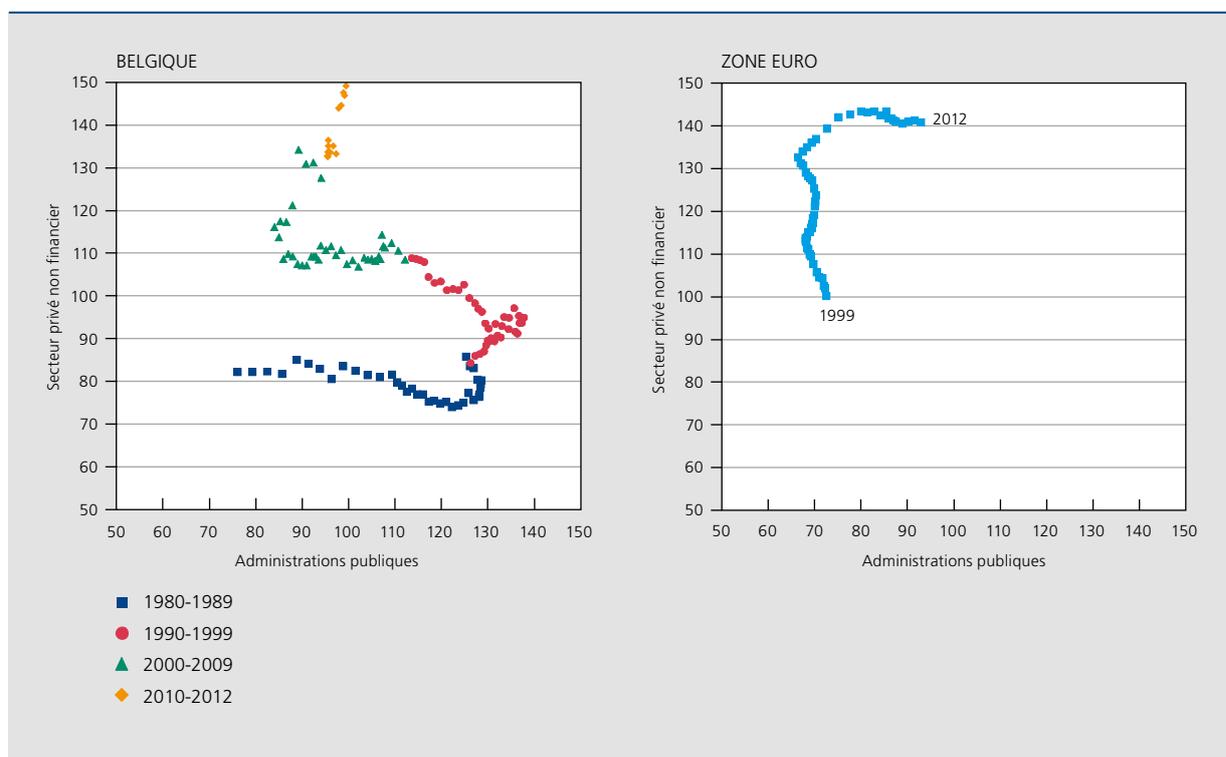
En Belgique, l'on observe une hausse généralisée du taux d'endettement par rapport à 1980, pour le secteur public comme pour le secteur privé non financier. La progression du taux d'endettement n'a toutefois pas été continue et des périodes d'augmentation ont alterné avec des périodes durant lesquelles soit le taux d'endettement du secteur privé s'est stabilisé, soit celui du secteur public a été réduit.

Au cours de la décennie écoulée, c'est principalement dans le secteur privé que la dette a augmenté. Le taux d'endettement du secteur privé non financier belge a enregistré à partir de 1980 une hausse significative de quelque 65 points de pourcentage du PIB, qui s'est réalisée essentiellement en deux phases: une progression de 25 points de pourcentage du PIB durant les années 1990, et une seconde phase, principalement depuis la deuxième moitié des années 2000, durant laquelle le taux d'endettement a grimpé de 40 points de pourcentage du PIB pour atteindre un sommet de 149 % du PIB à la fin de 2012. Après une longue période de désendettement, retombant du pic de 138 % du PIB à la fin de 1993 au niveau de 84 % du PIB à la fin de 2007, la dette publique se trouve à nouveau sur une trajectoire haussière en raison de la crise financière et a atteint, à la fin de 2012, 99,8 % du PIB. La période la plus récente (depuis le début de la crise financière en 2007) se caractérise ainsi par un gonflement de la dette tant privée que publique.

S'agissant de la zone euro, pour laquelle les données ne sont disponibles que depuis 1999, l'on constate, tout comme en Belgique, qu'au cours de la dernière décennie, la hausse de l'endettement a principalement concerné le

## GRAPHIQUE 2 TRAJECTOIRE D'ENDETTEMENT EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(taux d'endettement brut consolidé, en pourcentage du PIB)



Sources: CE, BCE, BNB.

secteur privé non financier. Le taux d'endettement de ce secteur a grimpé de plus de 40 points de pourcentage du PIB depuis 1999, passant de quelque 100 % du PIB à un maximum de 144 % du PIB à la mi-2010. Contrairement à la Belgique, toutefois, l'on observe depuis lors une légère tendance baissière du taux d'endettement du secteur privé non financier, alors que celui du secteur public continue de progresser. Ce schéma, dans lequel l'on observe, à la suite d'une crise financière, un processus de désendettement progressif dans lequel le secteur privé est le premier à réduire son endettement – souvent au prix d'un endettement du secteur public –, le secteur public ne se mettant au désendettement que dans un second temps, n'est pas inhabituel (McKinsey Global Institute, 2012). Depuis la crise financière, la dette publique s'est sensiblement accrue, tout comme en Belgique, notamment sous l'effet de l'action des stabilisateurs automatiques, d'une série de mesures contracycliques et du soutien du secteur financier pendant la crise. La dette publique de la zone euro a ainsi augmenté de 26 points de pourcentage du PIB, passant de 66,4 % du PIB à la fin de 2007 à 92,7 % à la fin de 2012<sup>(1)</sup>.

Pour expliquer la tendance haussière du taux d'endettement dans la plupart des économies au cours des dernières décennies, un facteur souvent cité est l'accès facilité au crédit, sous l'effet stimulant des innovations financières. Par ailleurs, la dette s'est accumulée sur fond de primes de risque peu élevées et de tendance à la baisse des taux d'intérêt réels, de sorte que la capacité de contracter de nouvelles dettes s'est accrue. Enfin, certains facteurs fiscaux ont également joué un rôle, les charges d'intérêts bénéficiant souvent d'un régime plus favorable, adopté au fil des années par certains pouvoirs publics, tant en faveur des entreprises que des ménages, en particulier en matière de crédit hypothécaire.

### 2.1.2 Accélération de l'endettement dans la zone euro

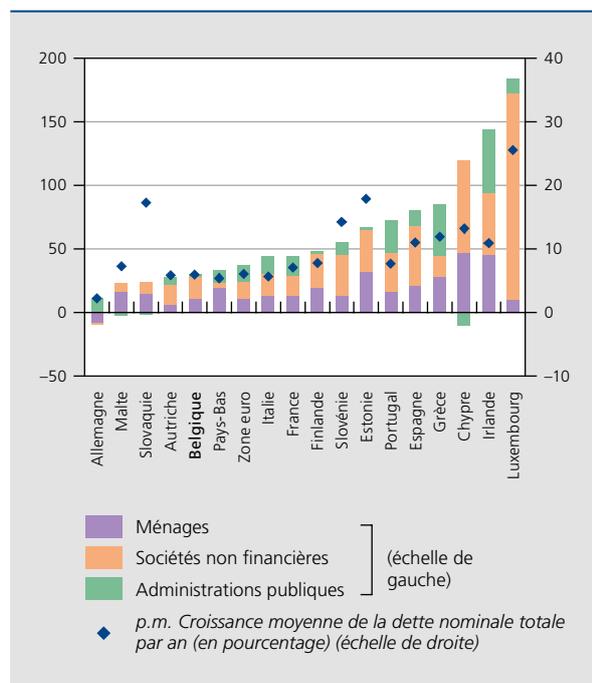
Même si l'endettement observé au cours de la dernière décennie en Belgique et dans la zone euro s'est inscrit dans une tendance qui s'était amorcée à un stade antérieur, le rythme de l'accumulation de la dette s'est considérablement accéléré durant la seconde moitié des années 2000, essentiellement dans le secteur privé non financier. L'ampleur de cette évolution a néanmoins été très différente d'un pays à l'autre. Le graphique 3 illustre

l'augmentation de l'endettement dans les secteurs public et privé au cours de la période comprise entre 2005 et la mi-2010. Ensuite, l'accumulation de la dette s'est réduite pour l'ensemble de la zone euro, grâce au secteur privé, qui a même connu un recul de son taux d'endettement, comme expliqué à la section 4 du présent article.

L'accroissement rapide du taux d'endettement durant la période comprise entre 2005 et la mi-2010 est imputable à une accumulation « active », c'est à dire que la dette nominale a affiché un pourcentage de croissance nette plus élevé que le PIB nominal. La dette nominale totale a augmenté en moyenne de 6,1 % par an dans la zone euro, contre 2,5 % pour le PIB nominal. Cette période constitue donc une phase haussière prononcée du cycle financier, la plupart des économies de la zone euro affichant une augmentation considérable de l'endettement. Pour les ménages et les entreprises non financières, l'endettement actif s'est opéré sur fond de conditions d'octroi de crédit attractives, d'innovations financières, de hausse des prix de l'immobilier résidentiel et, dans certains cas aussi, de facteurs fiscaux et institutionnels favorables.

**GRAPHIQUE 3 ENDETTEMENT AU COURS DE LA PÉRIODE COMPRISE ENTRE 2005 ET LA MI-2010<sup>(1)</sup>**

(variation du taux d'endettement brut consolidé, en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Les pays sont classés en fonction de la variation du taux d'endettement brut total consolidé du secteur non financier.

(1) Ce chiffre est aussi influencé par l'octroi croissant des crédits entre les différentes administrations publiques centrales dans la zone euro dans le cadre de la crise financière. Eurostat publie pour l'agrégat de la zone euro également un chiffre duquel ce financement est déduit (90,6 % du PIB, à la fin de 2012). Dans le présent article, la dette publique de la zone euro inclut le financement entre les États membres afin d'assurer la comparabilité avec les chiffres de la dette publique des États membres, ainsi qu'avec les agrégats de l'endettement des autres secteurs institutionnels de la zone euro (qui ne font pas non plus l'objet d'une consolidation entre États membres).

L'endettement a été soutenu, en particulier à l'approche de la crise financière, par une forte croissance de l'octroi de crédits bancaires, dopée de surcroît, dans un environnement de taux d'intérêt affaiblis, par le jeu de l'accélérateur financier (cf. section 1). La hausse des prix de l'immobilier a, avec d'autres facteurs, alimenté l'octroi de crédits aux ménages, sur le plan tant de l'offre que de la demande. S'agissant de la demande, la nécessité de faire face à l'envol des prix a incité les emprunteurs à s'endetter pour des montants toujours plus importants, induisant au niveau de l'offre une contraction des marges, un assouplissement en matière de quotité empruntable, et des possibilités d'échéances plus longues, comme le montre l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro durant cette période (s'agissant de l'importance des critères d'octroi de crédit pour la croissance du crédit, cf. Hempell et Kok Sørensen, 2010). De plus, le renchérissement de l'immobilier a masqué quelque peu la progression relative de l'endettement par rapport à l'ensemble des actifs, de sorte que l'endettement a pu se poursuivre sans accroissement caractérisé des primes de risque. L'octroi de crédits aux entreprises a été influencé par des facteurs similaires, et notamment par les estimations favorables de l'activité économique et des garanties réelles.

C'est généralement dans les pays périphériques que la hausse de l'endettement la plus importante a été observée au cours de la période comprise entre 2005 et la mi-2010, ce qui a renforcé considérablement leur vulnérabilité aux chocs. Différentes études empiriques (par exemple McKinsey Global Institute, 2010) montrent à cet égard l'importance du rythme auquel les dettes s'accumulent, notamment parce qu'un rythme élevé d'endettement accroît le risque d'acquiescer des actifs de plus mauvaise qualité et coïncide généralement avec un climat d'indulgence en matière d'octroi de crédits (augmentation de l'endettement du secteur financier) et/ou des flux de capitaux instables.

Au cours de cette période, si l'on excepte l'Allemagne, la dette dans la zone euro a augmenté principalement dans le secteur privé non financier (+24 points de pourcentage du PIB), et pas autant dans le secteur public (+13 points de pourcentage du PIB), dont le taux

d'endettement n'a décollé qu'en fin de période. En chiffres moyens pour la zone euro, la progression de l'endettement du secteur privé non financier au cours de la période comprise entre 2005 et la mi-2010 s'est répartie de manière à peu près égale entre les ménages et les sociétés non financières. En Belgique, durant la même période, l'endettement des sociétés non financières a enregistré une hausse un peu plus prononcée que celle des ménages.

La Belgique n'a pas échappé à l'accélération de l'endettement: sa progression, tant pour les ménages que pour les entreprises non financières, a même été un peu plus forte que dans la zone euro. Outre les évolutions sur le marché de l'immobilier et les critères d'octroi de crédit, une série de facteurs spécifiques d'ordres fiscal et institutionnel ont également joué un rôle dans l'évolution de l'endettement en Belgique.

L'endettement des ménages belges (cf. graphique 4), notamment à partir de 2005, est essentiellement imputable, comme dans la zone euro, à la forte hausse de l'octroi de crédits hypothécaires et des prix des logements. Cette augmentation a coïncidé par ailleurs avec l'instauration de plusieurs réformes fiscales (qui ont été autant d'incitants). Un nouveau traitement fiscal des crédits hypothécaires, instauré en 2005, a mené, depuis, à un avantage plus transparent, le « bonus logement ». De plus, à partir de 2009, dans le cadre du « plan de relance », un certain nombre d'incitants fiscaux ont été instaurés en faveur des investissements économiseurs d'énergie (« crédits verts »). De 2009 à 2011 inclus, lorsqu'il a été largement mis fin à ces mesures, ce régime a induit une augmentation notable du nombre de crédits destinés à la rénovation. Mais la progression du taux d'endettement des ménages ne s'en est pas moins poursuivie après cette période, tout comme la hausse des prix des logements.

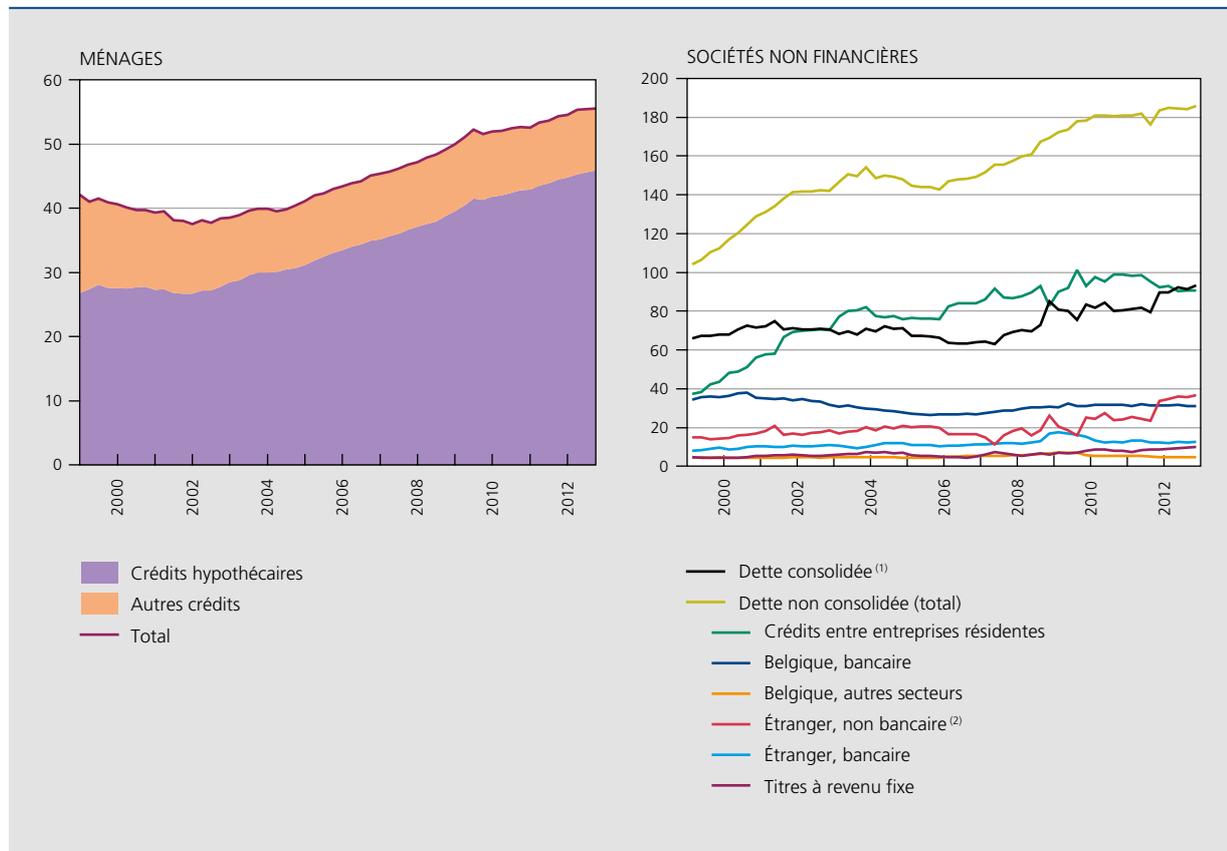
Dans les autres pays également, l'accroissement de l'endettement ainsi que le niveau d'endettement des ménages sont déterminés dans une certaine mesure par des facteurs institutionnels et fiscaux. Ainsi, le gonflement considérable des dettes des ménages néerlandais à l'approche de la crise est en partie imputable à un régime fiscalement avantageux pour les propriétaires/emprunteurs<sup>(1)</sup>.

L'endettement des entreprises belges (cf. graphique 4) est aussi déterminé en partie par plusieurs facteurs spécifiques imputables à l'environnement fiscal. Ainsi, l'on observe en Belgique des flux de financement considérables entre sociétés non financières, en raison des activités de holdings non financiers et de sociétés de financement de multinationales

(1) La charge d'intérêts d'un emprunt hypothécaire aux Pays-Bas peut être déduite sur une période allant jusqu'à 30 ans. En outre, en 2010, plus de la moitié des crédits hypothécaires en cours aux Pays-Bas étaient des emprunts hypothécaires dits « sans remboursement » (*aflossingsvrije hypotheek*) (DNB, 2011), c'est à dire que pendant la durée du prêt, l'emprunteur ne supporte que les charges d'intérêts, le principal ne devant être remboursé qu'à la fin du crédit. En outre, le marché néerlandais se caractérisait, tout comme le marché irlandais, par la possibilité du « *home equity withdrawal* », en vertu duquel les éventuelles plus-values sur l'habitation découlant d'une hausse des prix des logements pouvaient être empruntées en surplus. Plusieurs de ces régimes ont toutefois été supprimés depuis la crise. Ainsi, il a été décidé dans le Programme de stabilité des Pays-Bas d'avril 2012 de limiter, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2013, la déduction d'intérêts aux crédits hypothécaires remboursés dans leur intégralité au moins suivant un schéma d'annuités, à savoir des crédits hypothécaires prévoyant un remboursement périodique constant, recouvrant le capital et les charges d'intérêts.

#### GRAPHIQUE 4 DETTES DES MÉNAGES ET DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE SELON LE TYPE

(en pourcentage du PIB)



Source : BNB.

(1) Dette non consolidée diminuée du financement reçu des entreprises résidentes sous la forme de crédits ou de titres à revenu fixe.

(2) Comprend les crédits octroyés par des entreprises étrangères à des entreprises belges.

qui sont installés en Belgique. Ces sociétés ont été précédemment attirées par les avantages fiscaux dont bénéficiaient les centres de coordination, et, depuis 2006, par les « intérêts notionnels ». Bien que ce soit essentiellement le concept de dette non consolidée qui en subisse l'incidence (par le jeu du financement entre sociétés non financières résidentes, qui est intégré au concept de dette non consolidée et était estimé à 93 % du PIB à la fin de 2012), le concept consolidé en perçoit également l'influence dans la mesure où le financement s'effectue d'une entreprise non résidente à une entreprise résidente. Depuis 2005, les crédits octroyés par des entreprises étrangères liées à des entreprises en Belgique ont augmenté d'environ 17 points de pourcentage du PIB, pour atteindre 37 % du PIB à la fin de 2012, ce qui explique la plus grande partie de la progression du taux d'endettement consolidé, qui a été de 26 points de pourcentage du PIB, au cours de cette période.

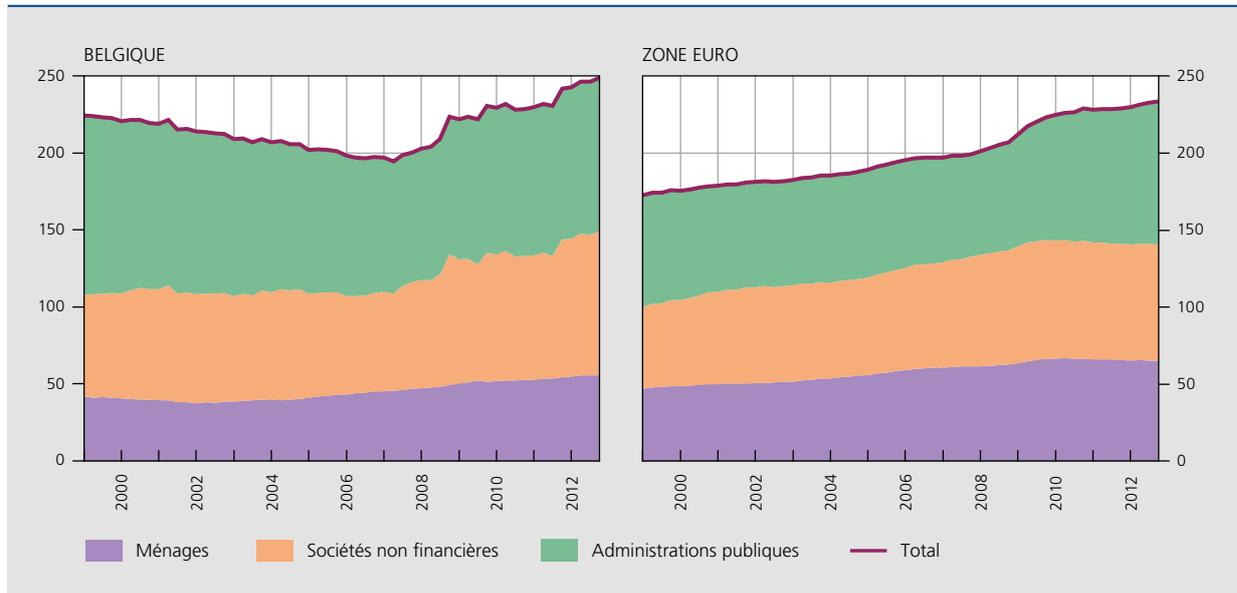
Plutôt que de s'expliquer par une demande de financement effective des entreprises, cet endettement trouve donc son

origine dans des flux financiers visant une optimisation fiscale. Il est dès lors préférable d'estimer l'évolution sous-jacente de l'endettement sur la base d'un concept de dette qui ne soit pas ou ne soit que peu influencé par ces opérations de financement spécifiques entre entreprises, comme par exemple sur la base de l'octroi de crédits bancaires. Depuis 2005, ces derniers n'ont augmenté que de 6 points de pourcentage du PIB, à 44 % du PIB, alors que le taux d'endettement non consolidé et consolidé des sociétés non financières a progressé de respectivement 41 et 26 points de pourcentage du PIB, pour s'établir à 186 et 93 % du PIB.

#### 2.2 Niveau d'endettement et hétérogénéité au sein de la zone euro

En raison de l'accroissement de la dette dans le secteur privé non financier et par la suite également dans le secteur public, le taux d'endettement agrégé dans la zone euro et

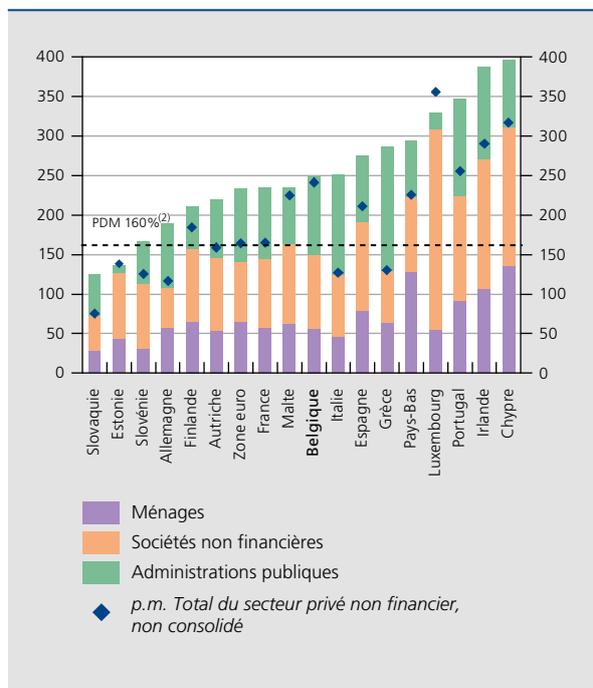
**GRAPHIQUE 5 TAUX D'ENDETTEMENT BRUT CONSOLIDÉ DU SECTEUR NON FINANCIER<sup>(1)</sup>: ÉVOLUTION**  
(en pourcentage du PIB)



Sources: CE, BCE, BNB.

(1) Données jusqu'au quatrième trimestre de 2012 inclus. Données trimestrielles pour le taux d'endettement du secteur privé non financier. Données annuelles pour la dette publique (en fin de période), interpolées de manière linéaire sur une base trimestrielle.

**GRAPHIQUE 6 TAUX D'ENDETTEMENT BRUT CONSOLIDÉ DU SECTEUR NON FINANCIER: COMPARAISON INTERNATIONALE<sup>(1)</sup>**  
(en pourcentage du PIB, à la fin de 2012)



Sources: CE, BCE, BNB.

(1) Les pays sont classés en fonction du taux d'endettement brut consolidé global du secteur non financier.

(2) Seuil que la CE utilise dans la PDM pour évaluer le niveau d'endettement non consolidé du secteur privé non financier.

dans la plupart des États membres a atteint un sommet historique (cf. graphique 5). Le taux d'endettement global du secteur non financier a grimpé de 173 % du PIB au début de 1999 à 233 % à la fin de 2012 dans la zone euro et de 224 à 249 % du PIB en Belgique. Comme pour la hausse de l'endettement, le niveau d'endettement varie toutefois notablement d'un pays à l'autre ainsi qu'en fonction du secteur.

Une comparaison internationale montre que le taux d'endettement du secteur privé non financier affiche des valeurs très divergentes (cf. graphique 6). À la fin de 2012, ce taux variait de 73 % du PIB en Slovaquie à 311 % à Chypre. La répartition du taux d'endettement entre les entreprises et les ménages est également hétérogène. Comme dans la zone euro, le taux d'endettement des ménages est, dans la plupart des pays, inférieur à celui des sociétés non financières. Toutefois, aux Pays-Bas et en Allemagne, l'endettement des ménages dépasse celui des sociétés. En Belgique, le taux d'endettement des ménages est inférieur au niveau moyen de la zone euro et celui des sociétés non financières lui est légèrement supérieur.

À la fin de 2012, le niveau d'endettement consolidé du secteur privé non financier en Belgique (149 % du PIB) se situait, dans un contexte international, à un niveau proche de la moyenne de la zone euro (141 % du PIB).

Le niveau d'endettement du secteur privé dépend toutefois largement de la définition que l'on en donne. Ainsi, la Belgique se caractérise tout particulièrement par une différence notable entre le taux d'endettement non consolidé du secteur privé non financier (241 % du PIB à la fin de 2012) et son taux d'endettement consolidé (149 % du PIB). Cette différence est également importante dans le cas du Luxembourg. Comme expliqué plus haut, cette différence reflète pour l'essentiel l'ampleur du financement entre entreprises résidentes. L'encadré 1 explique le concept d'endettement consolidé utilisé dans le présent article et en précise les différences par rapport à d'autres définitions.

Lorsque l'on ajoute le niveau d'endettement des administrations publiques à celui du secteur privé, la conclusion d'une grande hétérogénéité entre pays subsiste. La variation du taux d'endettement global à la fin de 2012 va de 125 % du PIB en Slovaquie à 397 % du PIB à Chypre. Par rapport au classement des pays en fonction de leur dette privée, plusieurs pays, dont la Belgique, voient leur position relative se dégrader lorsque leur dette publique

élevée est prise en compte. Les pays affichant une dette publique importante sont suffisamment connus. Au sein de la zone euro, la Grèce, l'Italie, le Portugal, l'Irlande et la Belgique présentaient, à la fin de 2012, le taux d'endettement public le plus lourd. Seuls cinq des 17 États membres (l'Estonie, le Luxembourg, la Slovaquie, la Finlande et la Slovénie) affichaient un taux d'endettement des administrations publiques inférieur au critère de Maastricht de 60 % du PIB.

Le classement des pays nous apprend que ceux qui se sont avérés vulnérables durant la crise financière font généralement également partie de ceux qui présentent les taux d'endettement agrégés les plus élevés. Les pays qui ont été considérés comme stables durant la crise, telles l'Allemagne et la Finlande, affichent quant à eux un taux d'endettement contenu. Toutefois, le niveau du taux d'endettement brut n'est pas nécessairement assez discriminant, dans la mesure où la vulnérabilité financière d'un pays, et par conséquent le caractère soutenable de sa dette, sont aussi déterminés par toute une série d'autres facteurs, comme il appert à la lecture de la section 3 du présent article.

## Encadré 1 – Concepts d'endettement et définitions

Le niveau du taux d'endettement dépend grandement de la définition utilisée. Il en va de même pour la position relative d'un pays et pour les messages politiques qui y sont associés, comme le montre une comparaison du niveau d'endettement du secteur privé non financier entre la Belgique et la zone euro, réalisée à partir de quatre mesures :

- la dette brute non consolidée, en pourcentage du PIB ;
- la dette brute consolidée, en pourcentage du PIB ;
- la dette brute non consolidée, en pourcentage des actifs financiers ;
- les engagements financiers nets, en pourcentage du PIB.

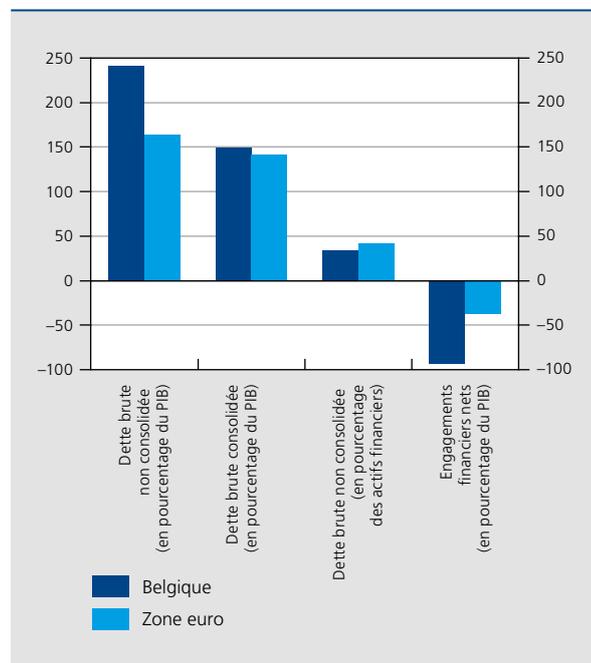
Sur la base de l'indicateur d'endettement le plus couramment utilisé dans les analyses internationales, à savoir la dette brute non consolidée en pourcentage du PIB, la position financière du secteur privé non financier belge paraît fragile : le taux d'endettement est ressorti à 241 % du PIB à la fin de 2012, contre 164 % du PIB dans la zone euro, et dépasse ainsi largement le seuil de 160 % du PIB, au-delà duquel il existe, selon la PDM, des indications d'un déséquilibre macroéconomique.

Toutefois, sur la base du taux d'endettement brut consolidé, l'endettement du secteur privé non financier belge est comparable à celui de la zone euro (149 et 141 % du PIB respectivement). La différence entre les taux d'endettement non consolidé et consolidé correspond au financement entre entités d'un même secteur institutionnel résident (comme l'octroi de crédits entre entreprises). Ce financement est particulièrement élevé en Belgique (93 % du PIB), en raison notamment de la forte présence de holdings non financiers et de sociétés de financement de multinationales. Dans la zone euro, l'écart entre les deux concepts d'endettement s'est limité à 23 % du PIB à la fin de 2012. Bien que le taux d'endettement consolidé ne figure pas dans le tableau de bord des onze indicateurs de la PDM, il fait office d'indicateur « alternatif », que la Commission européenne utilise parmi d'autres critères pour procéder à son évaluation finale. Dans son dernier bilan approfondi de la Belgique (CE, 2013), la Commission européenne ne juge par conséquent pas l'endettement du secteur privé comme étant déséquilibré.



### NIVEAU D'ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER<sup>(1)</sup> SELON DIFFÉRENTES DÉFINITIONS

(fin 2012)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Ménages et sociétés non financières.

Si la dette brute non consolidée est exprimée en pourcentage du total des actifs financiers, la Belgique fait même mieux que la zone euro. La raison en est que le volume des actifs financiers du secteur privé est nettement plus important en Belgique (719 % du PIB) que dans la zone euro (389 % du PIB). L'ampleur de ces actifs (non consolidés) tient notamment au volume d'épargne structurellement plus élevé et, dans une large mesure, aux créances réciproques entre sociétés non financières résidentes (218 % du PIB en Belgique). Il s'agit donc à nouveau de considérer les relations financières entre entreprises. L'augmentation du passif (soit par endettement, soit par fonds propres) induite par ces relations gonfle les créances du secteur des entreprises dans la redistribution de ces flux vers d'autres entreprises ou vers la société mère (par exemple sous la forme de crédits). Ainsi, cette mesure du levage applique une sorte de consolidation (puisque une partie des relations financières entre entreprises figure tant au dénominateur qu'au numérateur). Cependant, cette mesure est généralement plus volatile que les taux d'endettement exprimés en pourcentage du PIB, compte tenu des fluctuations des prix des actifs financiers.

Si l'on utilise l'endettement net, la position financière du secteur privé belge est in fine bien plus saine que celle de la zone euro, ce qui contraste singulièrement avec la conclusion tirée sur la base de la dette brute non consolidée<sup>(1)</sup>. L'endettement net est ici calculé comme étant la différence entre les engagements financiers totaux (y compris les actions ; le concept est donc plus large que les dettes) et les actifs financiers. Cet indicateur est négatif pour le secteur privé, ce qui correspond à un patrimoine financier net positif. Cela s'explique en Belgique par l'imposant patrimoine financier net des ménages, qui s'établissait à la fin de 2012 à 806 milliards d'euros, ou 214 % du PIB, soit la valeur la plus élevée de la zone euro.

(1) Concernant l'importance économique du taux d'endettement net par rapport au taux d'endettement brut, cf. Van Nieuwenhuyze (2013).



En sus de l'endettement du secteur privé non financier, c'est-à-dire des ménages (S14 et S15 selon la terminologie des comptes nationaux) et des sociétés non financières (S11), le présent article étudie également l'endettement des administrations publiques (S13). Il convient de noter que la distinction opérée entre les différents concepts d'endettement présente ici moins de pertinence. Compte tenu de l'importance limitée des créances réciproques et des actifs financiers détenus par les administrations publiques, les différences entre les concepts d'endettement non consolidé et consolidé<sup>(1)</sup> ainsi qu'entre les endettements brut et net sont moins marquées que pour le secteur privé.

Enfin, il faut remarquer que l'endettement total de l'économie est défini dans le présent article comme se rapportant aux ménages, aux sociétés non financières et aux administrations publiques, et que cet agrégat ne comprend donc pas l'endettement du secteur financier. Ce dernier étant exclusivement un intermédiaire, son endettement ne résulte en effet pas d'un investissement final propre, mais bien de ceux des autres secteurs. Toutefois, la situation bilancielle du secteur financier, comme la crise l'a d'ailleurs montré, revêt une grande importance pour les développements macroéconomiques. D'une part les administrations publiques ont procédé à des injections de capitaux afin de renforcer la position bilancielle des banques, ce qui a gonflé l'endettement public. D'autre part, la position bilancielle du secteur financier, par l'impact qu'elle a sur l'intermédiation financière, peut exercer une force incidence sur l'évolution de la dette des secteurs non financiers, comme l'explique la section 4 du présent article consacrée au désendettement.

(1) La consolidation de la dette publique est effectuée, tout comme pour le taux d'endettement consolidé des autres secteurs, par rapport au secteur résident propre. En ce qui concerne l'agrégation au niveau de l'ensemble de la zone euro, le présent article n'applique pas de consolidation des prêts des différents États membres entre eux. Ainsi, l'endettement public de la zone euro inclut le financement entre les différentes administrations publiques centrales.

### 3. Soutenabilité de l'endettement

Étant donné l'accélération du taux d'endettement et son niveau historiquement élevé, la vraisemblance d'un processus de désendettement long et significatif a augmenté dans la zone euro. La crise financière témoigne en effet de la mise à mal de la soutenabilité de l'endettement, qui, comme le montre la section 1, peut déboucher sur diverses formes de désendettement (alimentées par l'offre et/ou la demande). L'hétérogénéité des situations d'endettement des différents pays et secteurs de la zone euro, illustrée à la section 2 du présent article, fait apparaître que la soutenabilité de l'endettement (et donc la probabilité de désendettement) varie d'un pays à l'autre ainsi qu'en fonction du secteur.

La présente section évalue dès lors, par pays, la soutenabilité de l'endettement actuel (sur la base des données jusqu'à la fin de 2012) pour les trois secteurs non financiers, à savoir les ménages, les sociétés non financières et les administrations publiques, et ce tant indépendamment que conjointement. Cette analyse permet également d'obtenir une indication des pays et des secteurs où la nécessité d'un assainissement du bilan est la plus criante.

La soutenabilité est un concept complexe, qui ne fait pas l'objet d'un consensus quant à sa définition et à sa mesurabilité (cf. Wyplosz, 2007). Il lui manque notamment une définition univoque du niveau d'équilibre du taux d'endettement, surtout pour le secteur privé. C'est pourquoi il est indiqué d'adopter une approche multidimensionnelle de la soutenabilité, par le recours à des variables multiples<sup>(1)</sup>. L'étude du McKinsey Global Institute (2010) pointe une série de sous-indicateurs permettant d'appréhender la soutenabilité de l'endettement :

- Le niveau du taux d'endettement et ses composantes : un taux d'endettement élevé en comparaison de pays ou de secteurs similaires, ou par rapport à un seuil absolu, peut être le signe d'un niveau d'endettement excessif. À titre d'exemple, la PDM se base, pour le secteur privé non financier, sur un seuil de 160 % du PIB pour le taux d'endettement non consolidé, seuil au-delà duquel le niveau d'endettement est jugé excessif (il s'agit de l'un des onze indicateurs permettant

(1) Il convient de souligner par ailleurs que la soutenabilité de l'endettement des administrations publiques fait l'objet d'analyses régulières (cf. notamment BCE (2011) et les évaluations annuelles effectuées par la CE (2012), contrairement à celle du secteur privé. Balassone et al. (2011) passent en revue différentes méthodes pouvant être appliquées à la dette publique.

d'identifier des déséquilibres macroéconomiques). En ce qui concerne le taux d'endettement des administrations publiques, le seuil utilisé depuis le traité de Maastricht est de 60 % du PIB. L'existence de ces seuils – pas nécessairement identiques – pour le taux d'endettement des secteurs non financiers est également avancée par plusieurs études empiriques (par exemple Cecchetti et al., 2011). Il faut toutefois se garder de généraliser à l'excès ces valeurs (cf. également Egert, 2012), comme le souligne l'encadré 1 pour le cas spécifique du secteur privé belge. Il est préférable de tenir également compte de facteurs institutionnels et structurels lorsque l'on compare les taux d'endettement de chaque pays à ces seuils<sup>(1)</sup>;

- La progression du taux d'endettement: une croissance particulièrement forte, par rapport à la tendance historique ou en comparaison de pays similaires (par exemple Jordà et al., 2011), peut indiquer une expansion du crédit trop rapide, induisant le risque d'acquisitions d'actifs de moindre qualité.
- La composition de la dette: la sensibilité des secteurs à leur endettement dépend également de la structure de la dette, sur le plan des échéances (longues ou courtes), du caractère variable ou fixe des taux, de la nature des contreparties et des devises en jeu. De manière générale, les échéances longues sont considérées comme moins risquées qu'un volume important de dettes à court terme (risque de report). Il en va de même pour les contrats à taux fixe, qui réduisent la sensibilité aux variations de taux par rapport aux taux d'intérêt variables (risque de taux), et pour les dettes libellées dans l'unité monétaire propre, qui limitent les risques de change. Enfin, une part importante de détention de la dette entre des mains étrangères peut être considérée comme un inconvénient dans un contexte de volatilité et d'instabilité des flux de capitaux (risque de *sudden stops*).
- La capacité de remboursement des secteurs: la capacité de remboursement est mesurée en fonction des revenus disponibles et/ou des gains. L'analyse de la charge de remboursement peut s'effectuer en se basant sur le total des remboursements en capital et des intérêts dus (*debt service burden*). Compte tenu du caractère lacunaire des données relatives aux remboursements en capital, l'on se borne dans bien des cas à analyser les charges d'intérêts (*interest rate burden*).

(1) Ainsi, si le secteur privé non financier en Belgique et au Luxembourg présente un taux d'endettement non consolidé relativement élevé, celui-ci est jugé tolérable dans la mesure où le taux d'endettement consolidé est nettement inférieur.

(2) Pour les administrations publiques, les charges d'intérêts (définition du SEC) sont exprimées en pourcentage du PIB. La proportion de dettes à court terme n'est pas considérée comme un indicateur de soutenabilité pour les administrations publiques, dans la mesure où la dette publique se compose généralement d'une large majorité de dettes à long terme.

(3) Cette appréciation ne tient cependant pas compte de facteurs exogènes à la situation financière, tels que l'évolution du marché de l'immobilier résidentiel, susceptibles, le cas échéant, de grever la situation financière en cas de revirement.

- La vulnérabilité des secteurs et les conditions marginales: la vulnérabilité peut être mesurée en fonction des variations des revenus ou par rapport aux variations des conditions de financement. Les secteurs présentant une volatilité relativement faible de leurs revenus et/ou une importante réserve d'actifs liquides sont moins sensibles aux récessions ou aux autres situations plus générales induisant une perte de revenus. Les secteurs disposant de réserves financières considérables ou d'un patrimoine financier net important peuvent donc, de manière générale, maintenir un niveau d'endettement brut plus élevé.

La carte thermique (*heat map*) présentée au tableau 1 synthétise les résultats de l'analyse de soutenabilité. Celle-ci a été rendue opérationnelle pour les secteurs non financiers respectifs au moyen de plusieurs indicateurs-clés mesurant la soutenabilité: le niveau et la variation du taux d'endettement brut consolidé, la ventilation de l'endettement en dettes à court terme (moins d'un an) et dettes à long terme (plus d'un an), les intérêts dus comparés au revenu disponible pour les ménages et à l'excédent brut d'exploitation pour les entreprises<sup>(2)</sup> et l'actif financier net des secteurs institutionnels. La carte thermique pointe, pour chaque indicateur de soutenabilité, les quatre pays présentant les meilleurs résultats (en vert) et les quatre pays présentant les résultats les plus médiocres (en orange) et classe les pays en fonction d'une évaluation générale de l'ensemble des indicateurs de soutenabilité.

Il ressort de ce tableau que les risques de soutenabilité dans le secteur des ménages coïncident généralement avec ceux des sociétés non financières. Par ailleurs, il apparaît aussi que la situation du secteur des administrations publiques est souvent un élément déterminant pour le classement général. Malgré les engagements financiers nets considérables des administrations publiques, la Belgique se classe parmi la moitié la plus forte des pays de la zone euro, ce qui s'explique principalement par la position financière relativement favorable des ménages et des entreprises. L'analyse de soutenabilité montre en effet qu'il n'y a pas de problèmes directs ni de nécessité de désendettement pour ces secteurs. En particulier, le secteur des ménages, présente de bons résultats<sup>(3)</sup>. S'agissant du secteur des entreprises non financières, la Belgique occupe une position relativement défavorable en ce qui concerne la proportion de prêts à court terme dans les crédits bancaires accordés aux sociétés non financières (ainsi que dans leur endettement total). Cette proportion élevée tient toutefois en grande partie aux activités des sociétés de gestion de trésorerie établies en Belgique, qui se financent essentiellement à court terme.

**TABLEAU 1 SOUTENABILITÉ DE L'ENDETTEMENT DU SECTEUR NON FINANCIER : CARTE THERMIQUE <sup>(1)</sup>**

	Ménages				Sociétés non financières				Administrations publiques					
	Niveau d'endettement (en % du PIB, 2012T4)	Variation de l'endettement (en points de pourcentage du PIB, 2005T1-2012T4)	Part de dettes à court terme <sup>(2)</sup> (en %, 2012T4)	Charges d'intérêts <sup>(3)</sup> (en %, 2011)	Actifs financiers nets (en % du PIB, 2012T4)	Niveau d'endettement (en % du PIB, 2012T4)	Variation de l'endettement (en points de pourcentage du PIB, 2005T1-2012T4)	Part de dettes à court terme <sup>(2)</sup> (en %, 2012T4)	Charges d'intérêts <sup>(3)</sup> (en %, 2011)	Actifs financiers nets (en % du PIB, 2012T4)	Niveau d'endettement (en % du PIB, 2012T4)	Variation de l'endettement (en points de pourcentage du PIB, 2005T1-2012T4)	Charges d'intérêts <sup>(3)</sup> (en % du PIB, 2011)	Actifs financiers nets (en % du PIB, 2012T4)
DE	59	-12	4,7	2,8	128	49	-4	16	12	-54	82	15	2,5	-51
AT	54	3	8,6	1,7	115	92	14	23	11	-77	73	9	2,6	-51
MT	63	19	8,0	-	173	101	9	21	-	-106	72	3	3,2	-52
SI	30	13	11,1	1,7	71	83	28	32	21	-120	54	27	2,1	-8
FR	57	16	3,3	1,9	140	88	21	19	24	-116	90	25	2,6	-70
BE	56	15	3,2	1,7	214	93	26	36	19	-121	100	6	3,5	-82
ES	80	14	3,8	2,9	84	111	31	20	17	-129	84	39	3,0	-61
EE	44	19	2,1	2,1	53	82	19	9	16	-140	10	5	0,2	33
NL	128	20	2,8	6,5	191	94	3	30	15	-38	71	19	1,8	-42
SK	29	19	9,0	1,5	38	45	7	37	6	-72	52	12	1,9	-25
FI	65	21	6,1	1,7	56	93	23	13	21	-104	53	9	1,4	55
IT	45	14	8,5	0,9	171	80	16	38	8	-110	127	23	5,4	-113
LU	55	10	4,0	2,4	75	254	180	37	55	-160	21	15	0,4	46
CY	136	53	9,6	3,5	113	175	85	24	9	-164	86	15	3,2	-54
EL	64	33	15,5	2,2	63	65	16	40	6	-82	157	58	5,0	-102
IE	106	31	3,7	3,1	84	163	51	28	13	-97	118	89	3,6	-84
PT	91	14	3,9	3,0	134	132	33	27	27	-169	124	60	4,4	-78

Sources: CE, BCE, BNB.

(1) Les positions respectives des pays dans le tableau reposent sur un classement par variable, chaque pays se voyant attribuer un score allant de « risque faible (=1) » à « risque élevé (=17) », qui correspond à la position qu'il occupe dans le classement. Les 4 pays obtenant les scores les plus bas sont indiqués en vert, les 4 pays obtenant les scores les plus hauts en orange. Les pays ont ensuite été classés par ordre croissant sur la base (i) du nombre de valeurs en orange et (ii) du score moyen des variables disponibles pour chaque pays. Le tableau reflète la valeur effective des variables et non le score obtenu.

(2) Il s'agit de la part des engagements à court terme (< 1 an) dans l'endettement brut total des ménages et dans l'encours des crédits accordés par des banques résidentes aux entreprises non financières.

(3) Les charges d'intérêts sont les remboursements d'intérêts sur l'ensemble de l'année 2011, dernières observations disponibles pour tous les pays, exprimés, pour les ménages et les sociétés non financières, en pourcentage respectivement du revenu disponible brut et de l'excédent brut d'exploitation pour l'année considérée. Pour ce qui est des administrations publiques, pour lesquelles des données sont disponibles pour l'année 2012, les remboursements d'intérêts (selon la définition du SEC) sont exprimés en pourcentage du PIB.

Le classement général des pays de la zone euro paraît logique à première vue, compte tenu de la vulnérabilité dont ont fait montre les différents pays durant la crise. L'Allemagne et l'Autriche se classent en tête, tandis que le Portugal, l'Irlande, la Grèce et Chypre ferment la marche. Les pays les plus faibles présentent des risques de soutenabilité à la fois dans le secteur privé non financier et dans le secteur public. Dans ces pays, la vraisemblance d'un assainissement général du bilan est donc relativement élevée.

Dans certains cas, l'analyse multidimensionnelle met en évidence des risques qui n'apparaîtraient pas si l'on considérait uniquement le niveau d'endettement. Ainsi, une grande partie de l'endettement des ménages grecs consiste en des dettes à court terme (15,5% de l'ensemble des dettes), ce qui indique que, bien que le niveau d'endettement des ménages grecs soit relativement faible, de sérieux risques potentiels de liquidité et de taux pourraient y être liés. À l'inverse, le taux d'endettement des ménages néerlandais est relativement élevé, mais ils disposent d'une quantité importante d'actifs financiers, ce qui réduit leur risque d'insolvabilité.

Comme aux Pays-Bas, la soutenabilité de l'endettement du secteur privé non financier en Belgique s'améliore nettement lorsque l'analyse se fonde sur les actifs financiers nets (ce que l'encadré 1 met également en évidence), en particulier pour les ménages<sup>(1)</sup>. L'importance du patrimoine financier net en tant qu'indicateur de la soutenabilité et de la fragilité financière apparaît également au niveau de l'ensemble de l'économie. La Belgique constitue, avec les Pays-Bas, l'Allemagne et la Finlande, un groupe restreint de pays de la zone euro présentant une position créditrice nette vis-à-vis du reste du monde, tandis que des pays comme la Grèce, l'Irlande, Chypre, le Portugal et l'Espagne se caractérisent par d'importants engagements financiers nets.

L'analyse de soutenabilité menée à l'aide de la carte thermique présente toutefois l'inconvénient de n'être qu'un instantané, qui ne tient pas compte de l'évolution des indicateurs sous-jacents. De plus, elle se base sur des agrégats macroéconomiques pouvant cacher des segments fragiles. Ainsi, un taux d'endettement bas

des ménages pour le secteur total peut aller de pair avec un nombre conséquent de niveaux d'endettement individuels risqués, par exemple si certains ménages ont obtenu des crédits avec une quotité d'emprunt élevée ou si le remboursement du crédit prend une partie importante de leur revenu disponible. En outre, la carte thermique pointe des risques potentiels sur la base de la situation relative d'un pays par rapport à d'autres, sans procéder à une évaluation du niveau général des risques.

Dans ce contexte, il convient de souligner que, contrairement à l'évolution du niveau d'endettement dans la plupart des pays, une série d'indicateurs de soutenabilité se sont améliorés depuis la crise financière. Ainsi, l'on constate dans la quasi-totalité des États membres de la zone euro une amélioration de la structure de financement des ménages comme des entreprises, étant donné un recours plus marqué aux crédits à long terme. L'on observe en outre une amélioration des charges d'intérêts, en particulier pour le secteur privé non financier. Cette amélioration s'explique toutefois principalement par l'assouplissement de la politique monétaire depuis la fin de 2008, si bien que dans l'éventualité d'une inflexion de la politique, la soutenabilité risquerait à nouveau de s'en ressentir. Du reste, l'amélioration ne s'est pas manifestée de manière aussi flagrante dans tous les pays, vu la fragmentation que l'on constate actuellement en ce qui concerne la transmission de la politique monétaire et, partant, les taux d'intérêt pratiqués par les banques.

La Grèce constitue actuellement une exception notable à l'amélioration de ces indicateurs de soutenabilité. Les charges d'intérêts des ménages, exprimées en pourcentage de leur revenu disponible, y présentent une tendance haussière prononcée. Si cette dégradation est en partie due à une évolution des taux d'intérêt moins favorable que dans la plupart des États membres de la zone euro, elle s'explique également par l'absence de croissance économique, qui a considérablement érodé le revenu disponible des ménages comme des entreprises.

#### 4. Désendettement à l'horizon ?

Il ne fait guère de doute qu'une série de pays de la zone euro devront (continuer de) réduire leur taux d'endettement total ces prochaines années, comme l'atteste notamment l'analyse de soutenabilité présentée à la section 3. En outre, les analyses d'épisodes historiques de désendettement montrent que ceux-ci sont souvent amorcés à la suite d'une crise financière. De telles analyses offrent par

(1) Les aspects relatifs à la répartition constituent à cet égard des éléments importants. Plus les actifs financiers sont concentrés auprès des ménages qui présentent un endettement faible ou nul, moins ils contribuent à la soutenabilité du taux d'endettement du secteur. Par ailleurs, l'on peut s'interroger sur la valeur des actifs comme base de financement des dettes, en particulier en période de crise financière ou de ventes précipitées (*fire sales*) (Tirole, 2011), ces dernières entraînant une nette dévalorisation des actifs. Ils n'en demeurent pas moins un élément-clé de l'analyse de soutenabilité, et il convient de noter que les actifs les plus illiquides détenus par les particuliers (biens immobiliers) n'ont pas été pris en compte dans la présente analyse et qu'une grande partie du patrimoine financier des ménages belges est constitué de dépôts liquides.

ailleurs un cadre de référence permettant de comparer les évolutions récemment observées dans la zone euro. Ainsi, McKinsey Global Institute (2010) a constaté que la moitié des 32 épisodes de désendettement étudiés qui avaient été précédés d'une crise financière pouvaient être décrits comme des phases d'austérité, le rythme de croissance de la dette étant inférieur à celui du PIB nominal durant une assez longue période de six à sept ans en moyenne<sup>(1)</sup>. Au cours de ces périodes, la croissance annuelle de l'octroi de crédits est en moyenne revenue à 2 % (contre 21 % pendant les dix années précédant le début du désendettement), et le taux d'endettement total s'est en moyenne replié de 40 points de pourcentage du PIB. En particulier, les expériences de la Suède et de la Finlande dans les années 1990 suggèrent que, dans un premier temps, seul le taux d'endettement du secteur privé diminue, alors que la dette publique continue d'augmenter dans le contexte d'une croissance très faible du PIB. Cependant, une fois que, dans une phase ultérieure, la croissance se redresse, le taux d'endettement des administrations publiques recule également (McKinsey Global Institute, 2012).

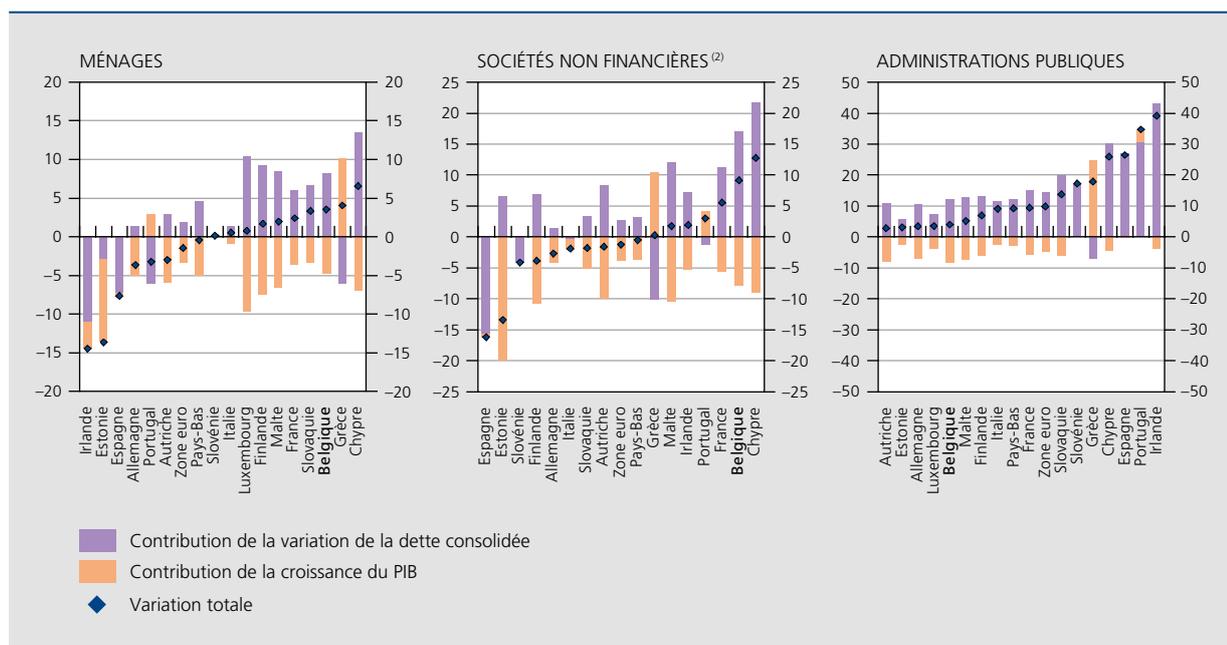
Pour la zone euro dans son ensemble, la première phase de désendettement semble déjà avoir été amorcée par le secteur privé, conformément à l'expérience scandinave. À la fin de 2012, le secteur privé non financier affichait un taux

d'endettement inférieur de quelque 3 points de pourcentage du PIB au niveau enregistré à la mi-2010. Ce faisant, la contraction reste cependant bien en deçà de la hausse de 24 points de pourcentage du PIB qui avait été observée pour le taux d'endettement entre le premier trimestre de 2005 et le deuxième trimestre de 2010. Contrairement au taux d'endettement du secteur privé non financier, celui du secteur public continue d'augmenter, notamment par le jeu des stabilisateurs automatiques, d'une série de mesures contracycliques et du soutien apporté au secteur financier durant la crise.

Afin de mieux appréhender les récents développements, l'évolution du taux d'endettement est analysée pour chacun des trois secteurs dans les pays individuels de la zone euro, une ventilation étant par ailleurs réalisée entre la variation de la dette nominale et celle du PIB nominal. Le taux d'endettement ne diminue en effet pas uniquement à la suite d'une réduction de l'encours de la dette (désendettement actif), mais également lorsque ce dernier croît moins sensiblement que le PIB nominal (désendettement passif). À l'inverse, le taux d'endettement peut

(1) Durant les autres périodes, la baisse du taux d'endettement résultait essentiellement d'une inflation très élevée (huit épisodes), de défauts de paiement en masse (sept épisodes), ou d'une croissance réelle très soutenue (un épisode).

**GRAPHIQUE 7 VARIATION ACTIVE ET PASSIVE DU TAUX D'ENDETTEMENT DES SECTEURS NON FINANCIERS<sup>(1)</sup>**  
(variation au cours de la période 2010T2-2012T4, en points de pourcentage du PIB)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Les pays sont classés en fonction de la variation totale du taux d'endettement brut consolidé du secteur concerné.

(2) Pour les sociétés non financières, les données se rapportant au Luxembourg ne figurent pas dans le graphique, en raison de la grande volatilité des données trimestrielles.

continuer d'augmenter alors même que la dette nominale se contracte, si le PIB nominal fléchit encore plus fortement.

En Irlande, en Espagne, au Portugal, en Grèce et en Estonie, les ménages ont déjà réduit considérablement l'encours de leur dette depuis la mi-2010 (colonnes foncées dans le graphique 7). De ce fait, pour un PIB nominal inchangé, leur taux d'endettement aurait baissé de respectivement 11, 7, 6, 6 et 3 points de pourcentage du PIB. En Irlande, en Espagne et surtout en Estonie, la croissance nominale du PIB a en outre apporté une contribution supplémentaire à l'érosion du taux d'endettement, alors que cela n'a pas été le cas en Grèce et au Portugal. En Grèce, le PIB nominal a même tellement fléchi que le taux d'endettement des ménages a continué d'y progresser en dépit du désendettement nominal. À Chypre et aux Pays-Bas, où le niveau du taux d'endettement et la part des charges d'intérêts dans le revenu disponible des ménages témoignent d'un risque accru selon la carte thermique présentée dans la section 3, le désendettement nominal ne s'est pas encore amorcé, bien que la croissance nominale relativement dynamique du PIB dans ces pays ait freiné la poursuite de la hausse du taux d'endettement, et l'ait même empêché aux Pays-Bas. Enfin, il n'est pas non plus question de désendettement en Belgique, même si le taux d'endettement des ménages a crû moins rapidement qu'au cours de la période allant de 2005 à la mi-2010.

Les signes d'un désendettement actif sont moins nombreux en ce qui concerne les sociétés non financières. Seul l'encours de la dette des entreprises espagnoles, grecques et slovènes s'est considérablement réduit à la fin de 2012 par rapport au deuxième trimestre de 2010, bien que la dette nominale se soit aussi légèrement contractée au Portugal et en Italie. En Grèce et au Portugal, l'incidence du désendettement actif a toutefois été totalement annulée par une baisse du PIB nominal. Ce faisant, le taux d'endettement des sociétés non financières y a enregistré, respectivement, une stabilisation et une nouvelle augmentation. Au Luxembourg, à Chypre et en Irlande, où les risques en matière de soutenabilité de l'endettement des sociétés non financières sont relativement élevés selon la carte thermique, l'endettement nominal a continué de progresser plus fortement que le PIB nominal. Les sociétés non financières belges ont, elles aussi, laissé leur taux d'endettement grimper. Comme le décrit la section 2, ceci est toutefois surtout attribuable à une hausse des crédits d'entreprises liées non résidentes, tandis que les crédits bancaires sont demeurés relativement stables.

En ce qui concerne le taux d'endettement des administrations publiques, la situation est plus homogène. À l'exception de la Grèce, la dette publique nominale

a continué d'augmenter dans tous les pays de la zone euro. Dans plusieurs pays, la croissance nominale du PIB a quelque peu fait office de contreponds, mais, dans dix pays, la hausse du taux d'endettement a tout de même atteint plus de 9 points de pourcentage du PIB. En Grèce, la dette publique nominale a aussi augmenté en 2010 et en 2011, mais cette hausse a été largement compensée en 2012 par l'échange volontaire d'obligations (Private Sector Involvement, PSI), imputant des pertes de valorisation importantes au secteur privé, et par une opération de rachat des emprunts publics. Le taux d'endettement a toutefois continué de grimper à cause d'une croissance très négative du PIB.

Le désendettement actif peut émaner aussi bien du secteur concerné (désendettement alimenté par la demande), les ménages et les entreprises souhaitant réduire leur dette, que du secteur financier (désendettement alimenté par l'offre) qui influe grandement sur l'évolution de l'endettement dans les autres secteurs par la voie de sa politique de crédit. À l'instar de Cuerdo et al. (2013), l'importance relative de ces deux formes de désendettement actif est analysée dans cet article au moyen d'un graphique radar incorporant une série d'indicateurs-clés.

Pour comparer l'ampleur du désendettement alimenté par la demande entre les pays, le présent article utilise six indicateurs. Il s'agit en premier lieu de deux variables liées à l'évolution conjoncturelle et, partant, à l'estimation par les ménages et par les sociétés non financières de leur capacité de remboursement. En effet, la pression baissière exercée sur la demande de crédits s'accroît à mesure que le taux de chômage augmente ou que l'indicateur conjoncturel harmonisé de la CE (Economic Sentiment Indicator, ESI) fait état d'une érosion de la confiance dans l'économie. Par ailleurs, le désendettement alimenté par la demande est souvent également induit par un recul du patrimoine net du secteur concerné. C'est pourquoi l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et le taux d'endettement total du secteur privé non financier sont également étudiés. Enfin, deux variables utilisées tentent de mesurer de façon plus directe la demande de crédits des secteurs privés non financiers, à savoir le pourcentage net des banques indiquant dans l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire que la demande de crédits hypothécaires ou de crédits aux entreprises a fléchi durant les trois derniers mois.

Six indicateurs sont également sélectionnés en ce qui concerne le désendettement alimenté par l'offre, par le jeu de la politique de crédit menée par le secteur bancaire. La mesure la plus directe de la politique de crédit des banques est le pourcentage net des banques indiquant dans l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du

crédit bancaire qu'elles ont durci les conditions d'octroi de crédits hypothécaires ou de crédits aux entreprises au cours des trois derniers mois. Par ailleurs, l'on retrouve également le taux d'endettement total du secteur privé non financier, mais cette fois comme indicateur du risque perçu par les banques. De plus, l'évolution du total du bilan et de la base de dépôts du secteur bancaire est également considérée. En effet, la probabilité d'un désendettement alimenté par l'offre augmente à mesure que les banques voient leurs sources de financement progresser moins rapidement. Enfin, la prime CDS des administrations publiques est aussi retenue, en ce qu'elle peut influencer de deux manières la réticence des établissements financiers à octroyer des crédits. Premièrement, une hausse de la prime CDS témoigne d'un risque accru de pertes de valorisation pour les établissements financiers, qui investissent traditionnellement avec vigueur dans les obligations de leurs administrations publiques. Deuxièmement, la prime CDS peut croître à un point tel que cela crée l'impression qu'il n'y a plus de possibilité de soutien budgétaire, ce qui compliquera la tâche des établissements financiers dans leur recherche de financements pour soutenir leurs activités (cf. également la section 1).

L'importance relative de chacun de ces indicateurs peut être comparée entre les pays au moyen d'un

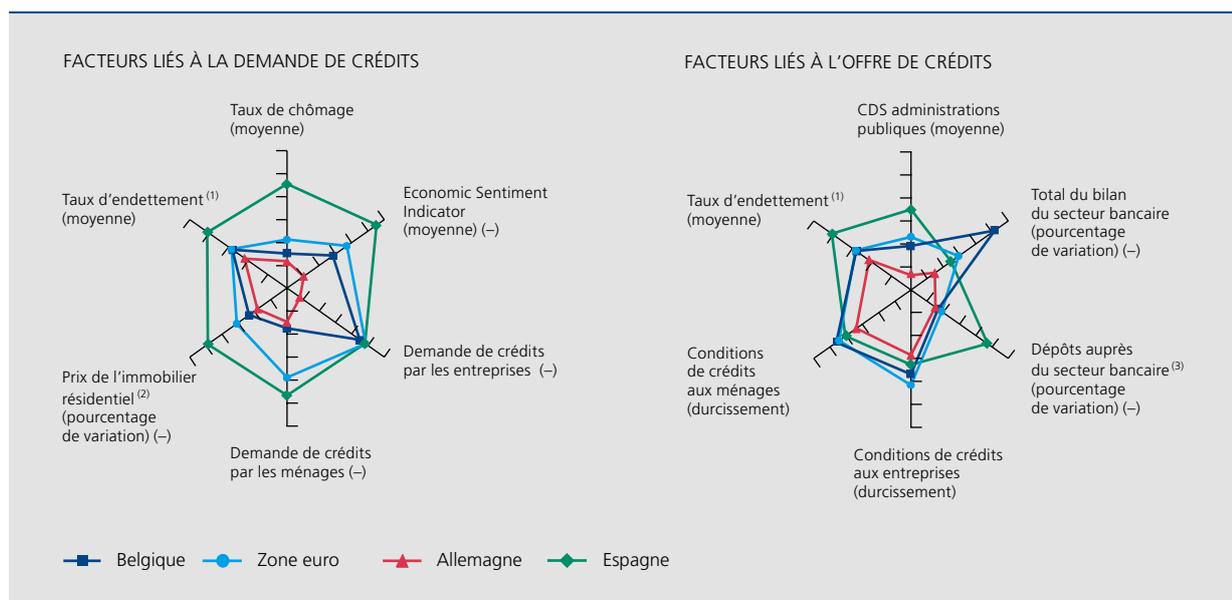
graphique radar<sup>(1)</sup>. Plus la valeur d'un indicateur est éloignée du point d'origine, plus elle est de nature à amorcer un désendettement. Pour la lisibilité du graphique 8, la situation belge n'est comparée qu'avec trois grands pays, à savoir l'Espagne, où le désendettement a déjà commencé, l'Allemagne, où l'endettement semble ne pas être excessif et où la pression devrait donc être très limitée, et la zone euro dans son ensemble.

Il ressort de cette présentation, qui couvre la période allant de la mi-2010 à la fin de 2012, que les facteurs susceptibles d'expliquer le désendettement alimenté par la demande ont, globalement, exercé l'incidence la plus forte en Espagne, suivie de la zone euro dans son ensemble, de la Belgique et de l'Allemagne. Ce sont surtout les variables liées à l'évolution conjoncturelle qui font état d'une pression nettement plus importante en Espagne. Pour la Belgique et, surtout, pour l'Allemagne, la plupart des indicateurs suggèrent que la pression en faveur d'une réduction de l'endettement est moindre que dans la zone euro dans son ensemble. Pour les indicateurs renvoyant spécifiquement à la demande de crédits des ménages, la

(1) Dans un tel graphique radar, l'échelle sur laquelle chaque variable est représentée est déterminée par le minimum et par le maximum des quatre pays considérés. Ces échelles ne sont par conséquent pas comparables entre elles. Cette présentation ne peut dès lors pas être utilisée pour apprécier la force relative des différentes variables au sein d'un pays.

## GRAPHIQUE 8 DÉSENDETTEMENT ALIMENTÉ PAR L'OFFRE ET LA DEMANDE DES SECTEURS PRIVÉS NON FINANCIERS

(moyenne au cours de la période 2010T3-2012T4 ou variation en pourcentage au cours de la période 2010T2-2012T4)



Sources : CE, OCDE, BCE, BNB.

(1) Taux d'endettement brut consolidé du secteur privé non financier (ménages et sociétés non financières).

(2) Pour la Belgique et la zone euro, la dernière observation porte sur le troisième trimestre de 2012.

(3) Dépôts du secteur non bancaire, à l'exception de ceux des administrations publiques centrales.

Belgique fait plus ou moins aussi bien que l'Allemagne, mais, pour les entreprises, la pression y est tout de même relativement plus forte selon l'indicateur utilisé ici. Sur la base des résultats les plus récents de l'enquête de l'Euro-système sur la distribution du crédit bancaire, la demande de crédits en Belgique affiche toutefois depuis le début de 2012 une contraction plus sensible qu'en moyenne dans la zone euro, ce qui tend à indiquer que le désendettement découlant de la demande s'est tout de même, ces derniers temps, inscrit en hausse.

S'agissant des facteurs susceptibles d'expliquer le désendettement alimenté par l'offre, le profil est moins uniforme que du côté de la demande. Globalement, le désendettement alimenté par l'offre semble surtout avoir joué en Espagne, suivie de la Belgique et de la zone euro, et nettement moins en Allemagne. Sur la base de l'évolution du total du bilan du secteur bancaire, la pression sur l'offre de crédits a de loin été la plus élevée en Belgique, mais cela donne une image faussée de l'estimation de l'octroi de crédits aux secteurs domestiques, les banques belges s'étant principalement débarrassées d'actifs étrangers. Le fait que les banques belges obtiennent de bons résultats en ce qui concerne la collecte de dépôts du secteur non bancaire étaye par ailleurs cette conclusion, surtout dans le contexte actuel, dans lequel des banques espagnoles, par exemple, ont vu disparaître une partie de leur base de financement. En revanche, au cours de la période considérée, un nombre relativement élevé de banques belges ont durci les conditions d'octroi de crédits hypothécaires. Ce durcissement s'est traduit par un ralentissement de la croissance des crédits hypothécaires, qui reste toutefois nettement supérieure à celle de la zone euro.

## Conclusion

Une conclusion importante que nous pouvons tirer de la crise financière actuelle (et de la plupart de celles qui l'ont précédée) est que la procyclicité inhérente à l'octroi de crédits peut donner lieu à des cycles financiers. En période de *boom* – processus auto-amplificateur de hausse des prix des actifs, d'assouplissement de l'octroi de crédits et d'augmentation de l'endettement –, il se constitue des déséquilibres tellement importants qu'il s'ensuit un *bust* sous la forme d'un cercle vicieux de baisse des prix des actifs, de durcissement de la politique d'octroi de crédits, et de désendettement. Un taux d'endettement excessif ou une augmentation excessive de celui-ci joue généralement un rôle crucial dans le mouvement de revirement. Ce dernier s'accompagne souvent d'une crise financière qui non seulement menace la stabilité financière mais débouche par ailleurs sur une récession longue et profonde.

Dans ce contexte, le présent article a analysé l'ampleur et l'évolution du taux d'endettement dans les pays de la zone euro. En raison de l'accélération considérable de l'endettement du secteur privé comme du secteur public au cours de la décennie écoulée, le taux d'endettement total du secteur non financier de la zone euro se situe à son niveau le plus élevé depuis la création de l'UEM. L'accélération de l'endettement – qui provient en grande partie d'un accès aisé à un financement bon marché, d'une hausse des prix des logements et d'une vive progression des investissements en capital fixe – diffère toutefois fortement d'un pays à l'autre ainsi qu'en fonction du secteur. Le taux d'endettement des ménages belges était à la fin de 2012 toujours inférieur à celui de la zone euro, même si l'écart s'est réduit au cours des dernières années. Le taux d'endettement consolidé des sociétés non financières belges a lui aussi augmenté plus sensiblement qu'en moyenne dans la zone euro, mais cet accroissement est essentiellement imputable aux octrois de crédits par des sociétés non financières étrangères liées à des entreprises en Belgique, un phénomène qui s'explique par l'importante présence de holdings non financiers et de sociétés de financement de multinationales. S'agissant de la dette publique, les résultats de la Belgique sont moins bons: même si le taux d'endettement ne s'est guère accru, son niveau dépasse toujours la moyenne de la zone euro.

La soutenabilité de la dette ne dépend toutefois pas uniquement de son niveau et de la vitesse à laquelle elle se constitue; elle est également tributaire d'un grand nombre d'autres facteurs, telles, la part de la dette à court terme, l'ampleur des charges d'intérêts et la valeur des actifs financiers dont disposent les secteurs concernés. Selon une telle analyse multidimensionnelle, le Portugal, l'Irlande, la Grèce et Chypre sont les pays les plus vulnérables, où il s'impose donc de procéder à un assainissement généralisé des bilans. Dans certains de ces pays, de même qu'en Espagne, un certain désendettement des ménages et, dans une moindre mesure, des sociétés non financières s'esquisse depuis la mi-2010. Même s'il s'agit là en soi d'une évolution favorable, un tel assainissement du bilan à court terme exerce généralement sur la croissance une incidence négative qui peut être telle qu'elle anéantit les efforts des différents secteurs visant à améliorer la soutenabilité de leur dette, comme c'est par exemple actuellement le cas en Grèce et au Portugal.

Il ne fait guère de doute qu'un certain nombre de pays de la zone euro vont devoir (continuer de) réduire leur taux d'endettement au cours des années à venir. Compte tenu des conséquences potentiellement sévères que cela pourrait avoir sur la croissance économique de ces pays

et du risque de *bust* financier, il convient que ce processus soit progressif, de manière à freiner le fonctionnement de l'accélérateur financier. Dans le contexte actuel, il s'agit d'un point d'attention important, puisque l'incidence négative sur la croissance du PIB ne peut pas ou guère être compensée par une politique monétaire plus expansionniste, une politique budgétaire très contracyclique ou une demande extérieure plus dynamique. Compte tenu de ces

restrictions, le maintien et/ou l'augmentation du potentiel de croissance structurelle économique reste l'alternative la plus importante, et constituera le moteur d'un désendettement passif tendanciel et contrôlé tiré par une croissance plus vive du PIB. C'est la raison pour laquelle il faut s'efforcer dans la zone euro d'améliorer la compétitivité, de remédier à la fragmentation financière (notamment par la voie de l'union bancaire) et de rétablir la confiance.

## Bibliographie

- Arcand J.-L., E. Berkes et U. Panizza (2012), *Too much finance?*, IMF, Working Paper 12/161.
- Ardagna S., F. Caselli et T. Lane (2007), «Fiscal discipline and the cost of public debt service: Some estimates for OECD countries», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 7(1).
- Balassone F., J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer et P. Tommasino (2011), «Fiscal sustainability and policy implications: A post-crisis analysis for the euro area», *International Journal of Sustainable Economy*, 3(2), 210–234.
- BCE (2011), «Assurer la soutenabilité budgétaire dans la zone euro», *Bulletin mensuel*, 61-77, avril.
- Borgy V., T. Laubach, J.-S. Mésonnier et J.-P. Renne (2012), *Fiscal sustainability, default risk and euro area sovereign bond spreads*, Banque de France, Document de travail 350.
- Borio C. (2012), *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, BIS, Working Paper 395.
- Brainard W. C. et J. Tobin (1968), «Pitfalls in financial model building», *The American Economic Review*, 58(2), 99-122.
- Buca A. et Ph. Vermeulen (2012), *Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis*, mimeo.
- CE (2012), *Ensuring sound public finances: Fiscal sustainability report 2012*, December.
- CE (2013), *Macroeconomic imbalances. Belgium 2013*, CE, European Economy Occasional Paper 144.
- Cecchetti S. G., M. S. Mohanty et F. Zampolli (2011), *The real effects of debt*, BIS, Working Paper 352.
- Claessens S., M. A. Kose et M. E. Terrones (2011), *Financial cycles: What? How? When?*, IMF, Working Paper 11/76.
- Cordemans N. et M. de Sola Perea (2011), «Taux directeurs, taux de marché et taux bancaires de détail en zone euro dans le contexte de la récente crise économique et financière», *Revue économique*, 29-55, juin.
- Corsetti G., K. Kuester, A. Meier et G. J. Mueller (2013), «Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability», *The Economic Journal*, 123(566), F99-F132.
- Cuerpo C., I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch et R. Raciborski (2013), *Indebtedness, deleveraging dynamics and macroeconomic adjustment*, EC, European Economy Economic Papers 477.
- Dell'Arricia G., D. Igan, L. Laeven et H. Tong (2012), *Policies for macrofinancial stability: How to deal with credit booms*, IMF, Staff Discussion Note 12/06.
- DNB (2011), *Overview of financial stability in the Netherlands*, 13, 17-19.
- Drehmann M., C. Borio et K. Tsatsaronis (2012), *Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!*, BIS, Working Paper 380.
- Egert B. (2012), *Public debt, economic growth and non-linear effects: Myth or reality?*, OECD, Economic Department Working Paper 993.
- Eggertsson G. B. et P. Krugman (2012), «Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach», *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (3), 1469-1513.

- FMI (2009), « De la récession à la reprise : Dans quels délais et avec quelle vigueur ? », *Perspectives de l'économie mondiale*, 107-141, avril.
- FMI (2012), « Faire face à l'endettement des ménages », *Perspectives de l'économie mondiale*, 95-131, avril.
- Gaiotti E. (2013), « Credit availability and investment: Lessons from the great recession », *European Economic Review*, 59, 212-227.
- Harjes T. (2011), « Financial integration and corporate funding costs in Europe after the financial and sovereign debt crisis », in IMF, *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Selected Issues Paper*, 4-13.
- Hempell H. S. et C. Kok Sørensen (2010), *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area: Crisis induced crunching?*, ECB, Working Paper 1262.
- Jordà O., M. HP. Schularick et A. M. Taylor (2011), *When credit bites back: Leverage, business cycles, and crises*, NBER, Working Paper 17621.
- Karadi P. et M. Gertler (2011), « A model of unconventional monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17-34.
- Kindleberger C. P. (1978), *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons.
- Kiyotaki N. et J. Moore (1997), « Credit cycles », *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.
- Koo R. (2011), « The world in balance sheet recession: Causes, cure and politics », *Real-world economics review*, 58, 19-37, 12 December.
- Levine R. (2005), « Finance and growth: Theory and evidence » in Aghion Ph. et S. Durlauf (ed.), *Handbook of economic growth*, Elsevier, 865-934.
- McKinsey Global Institute (2010), *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, January.
- McKinsey Global Institute (2012), *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, January.
- Minsky H. P. (1982), *Can 'it' happen again? Essays on instability and finance*, Armonk, New York, M.E. Sharpe.
- Nautet M. et L. Van Meensel (2011), « Impact économique de la dette publique », *Revue économique*, 7-20, septembre.
- Taylor A.M. (2012), *The great leveraging*, NBER, Working Paper 18290.
- Tirole J. (2011), « Illiquidity and all its friends », *Journal of Economic Literature*, 49(2), 287-325.
- Tobin J. (1980), *Asset accumulation and economic activity: Reflections on contemporaneous macroeconomic theory*, Oxford, Basil Blackwell.
- Van Nieuwenhuyze Ch. (2013), « Debt, assets and imbalances in the euro area: An aggregate view », in Winkler B., A. van Riet et P. Bull (ed.), *A flow of funds perspective on the financial crisis*, Volume II, Palgrave Macmillan (forthcoming).
- Wyplosz C. (2007), *Debt sustainability assessment: The IMF approach and alternatives*, HEI, Working Paper 03/2007.