

# Réduire la dette

Stijn Claessens

**Dans beaucoup de pays avancés, la reprise se fera attendre tant que les ménages et les établissements financiers n'auront pas assaini leurs bilans**

**I**L EST généralement plus facile de descendre une montagne que de la gravir. Mais le monde de la finance ne semble pas concerné par la loi de l'attraction universelle. Il se révèle en effet bien plus simple d'accumuler de la dette que de se désendetter, c'est-à-dire de réduire l'effet de levier. C'est pourquoi les récessions de bilans, comme celles que bon nombre de pays avancés ont subi récemment, sont bien pires que les récessions frappant des pays où les bilans ne sont pas plombés par des niveaux de dette intenable (voir «La reprise mondiale en perspective» dans ce numéro de *F&D*).

Tant que, dans les pays avancés, les institutions financières, les ménages et les États ne parviendront pas à rééquilibrer durablement leurs actifs et leurs dettes, la reprise attendue

après la pire crise économique que le monde ait connue depuis la Grande Dépression tardera à venir.

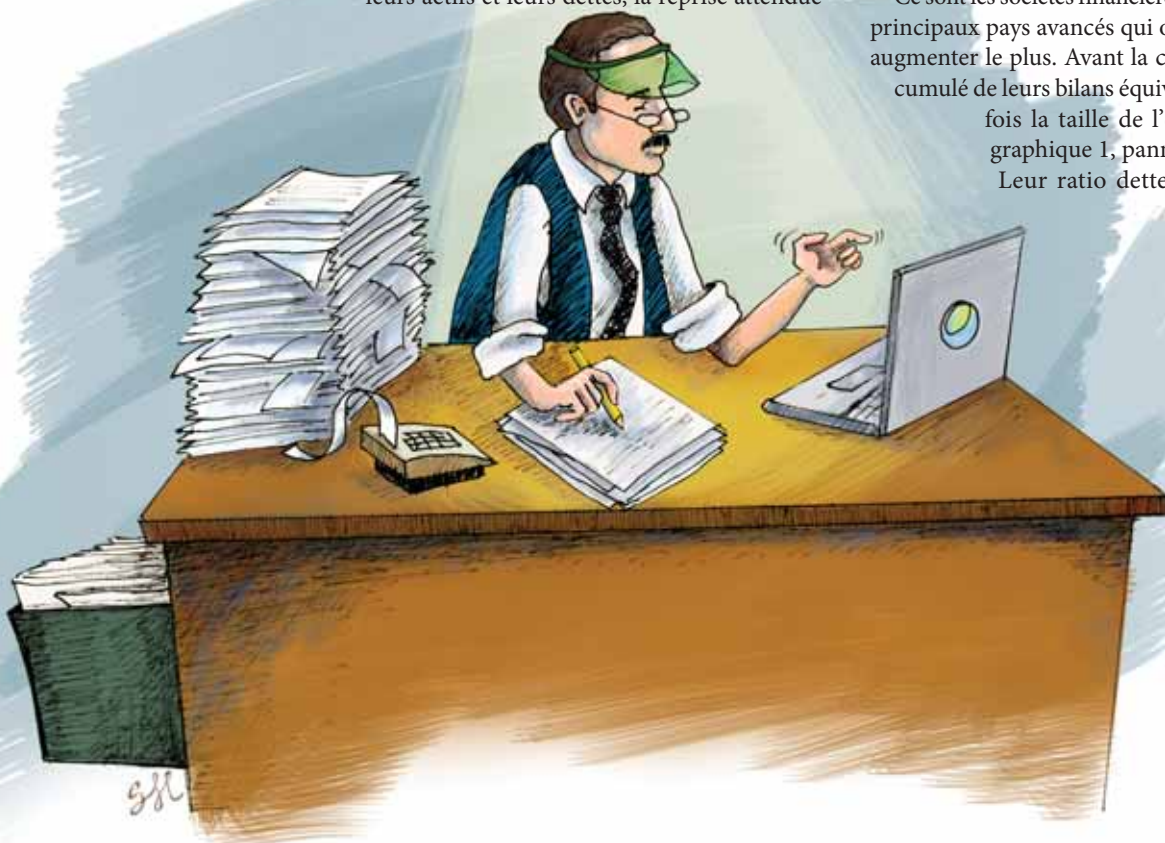
Plusieurs questions se posent : pourquoi est-il si difficile d'inverser l'effet de levier? Que peuvent faire les pouvoirs publics? Où en est-on du désendettement? Quelles sont les meilleures mesures à prendre pour l'avenir?

## Les origines de la crise

Derrière la plupart des crises financières il y a un endettement excessif, mais les auteurs de ces excès ne sont pas toujours les mêmes. Par le passé, il s'agissait souvent des États ou des entreprises. Avant la dernière crise, les excès provenaient des institutions financières et des ménages des pays avancés, et parfois des États.

Ce sont les sociétés financières de certains des principaux pays avancés qui ont vu leur dette augmenter le plus. Avant la crise, le montant cumulé de leurs bilans équivalait à plusieurs fois la taille de l'économie (voir graphique 1, panneau supérieur).

Leur ratio dette/fonds propres

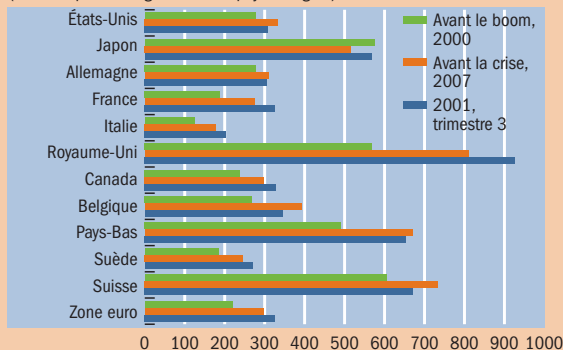


Graphique 1

### Une dette toujours plus lourde

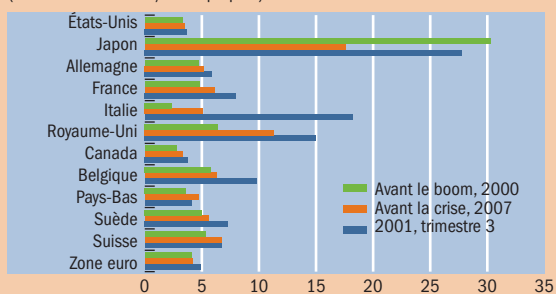
En pourcentage du PIB, la dette inscrite au bilan des établissements financiers de nombreuses économies avancées a considérablement augmenté.

(dette en pourcentage du PIB du pays d'origine)



Le levier financier (actifs financiers/fonds propres) a aussi fortement augmenté.

(ratio actifs financiers/fonds propres)



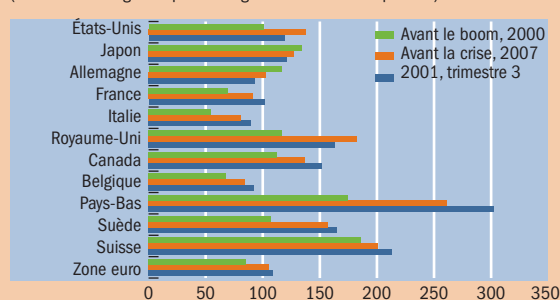
Source : calculs des services du FMI.

Graphique 2

### Une consommation effrénée

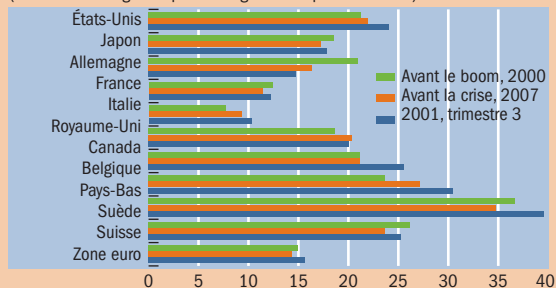
La dette des ménages rapportée à leur revenu disponible a fortement augmenté sous l'effet des prêts au logement et à la consommation.

(dette des ménages en pourcentage de leur revenu disponible)



Avec l'envolée des prix des logements et des cours boursiers, les ménages ont toutefois conservé un patrimoine net important jusqu'à la crise, où les prix et la valeur des patrimoines se sont effondrés tandis que la dette augmentait.

(dette des ménages en pourcentage de leur patrimoine net)



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les données concernant le ratio dette/patrimoine net ne sont pas disponibles pour la Belgique.

(levier) a aussi augmenté (voir graphique 1, panneau inférieur). On constate bien, par exemple, que certaines des grandes banques d'affaires américaines et des banques universelles européennes ont vu leurs actifs représenter jusqu'à 30 fois leurs fonds propres, avec un effet de levier qui a donc été multiplié par rapport aux périodes antérieures.

Les ménages se sont eux aussi fortement endettés, souvent en contractant des prêts au logement ou à la consommation. Le graphique 2 (panneau supérieur) montre que la quasi-totalité des pays avancés ont enregistré une hausse notable du ratio dette/revenu disponible des ménages durant les années qui ont précédé la crise. Mais comme les prix du logement et les cours des actions ont par ailleurs explosé, l'emprunt ne s'est pas traduit par des augmentations sensibles du levier global des bilans; le ratio dette/actifs des ménages est demeuré à peu près stable (graphique 2, panneau inférieur). Toutefois, cette image rassurante dissimulait une exposition croissante des ménages à une forte chute du prix des actifs, notamment immobiliers. Autre point important, elle masquait aussi des disparités importantes entre les ménages. Comme ceux dont le solde bilantiel est positif tendent à être épargnants nets et que

ceux dont le solde est négatif tendent à dépenser relativement plus, le désendettement est plus fréquent chez les ménages qui tendent à consommer davantage et il a donc une incidence disproportionnée sur la demande globale.

À la différence de certaines des crises précédentes, l'effet de levier dans le secteur des entreprises non financières n'a guère augmenté, voire a diminué dans certains pays (graphique 3). De manière générale, les sociétés ont géré leur bilan avec prudence et ont même souvent renforcé leur trésorerie, réduisant ainsi leur dette nette (passifs moins actifs financiers).

### Pourquoi l'inversion du levier financier est-elle si difficile?

Quand la crise a éclaté et que le prix des actifs a baissé, la valeur nette a chuté. Les ménages et les institutions financières ont été contraints de se désendetter, ce qui leur a été plus difficile que de s'endetter, car réduire sa dette prend du temps et tout le monde ne peut pas, ni ne devrait, le faire au même moment.

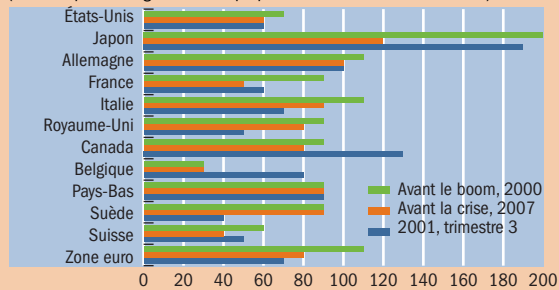
Se désendetter prend du temps et c'est le cas des ménages qui l'illustre le mieux. Plusieurs années peuvent être nécessaires pour épargner de quoi verser l'apport initial à l'achat d'un

Graphique 3

### La modération des entreprises

À la différence des crises précédentes, les ratios dette/fonds propres des sociétés non financières, qui ont pour la plupart pratiqué une gestion de bilan prudente, n'ont pas augmenté.

(dette en pourcentage des fonds propres des sociétés non financières)



Source : calculs des services du FMI.

premier logement. En revanche, dès qu'ils sont propriétaires, les ménages peuvent emprunter l'équivalent de plusieurs fois leur revenu. En période faste, ils peuvent être avantagés par la montée des prix des logements et même voir leur patrimoine net augmenter encore plus. *A contrario*, une baisse des prix peut conduire à ce que le prêt soit supérieur à la valeur du bien, réduisant à néant la valeur nette. Si l'on ajoute à cela le chômage et une diminution des revenus, dont souffrent beaucoup de ménages des pays avancés, les problèmes ne font que s'aggraver. En effet, quand les prix des logements ont commencé à reculer en 2007, annonçant la crise financière mondiale, bon nombre de ménages ont vu la valeur de leur patrimoine chuter par rapport au montant de leur dette. Avec des revenus en baisse et un chômage en hausse, beaucoup ont eu du mal à payer leur prêt hypothécaire et diverses autres charges financières, malgré des taux directeurs historiquement bas.

Dans de telles circonstances, les ménages sont obligés d'augmenter leur épargne pour reconstituer leur patrimoine net. Leur capacité à y parvenir rapidement est limitée. Réunir un apport personnel prend du temps, mais reconstituer son patrimoine aussi. En outre, ceux qui se retrouvent en défaut de paiement ne parviennent souvent à restructurer leur prêt qu'au bout d'un an ou plus. Si l'on y ajoute le temps qu'il faut pour redonner confiance aux prêteurs afin de pouvoir se refinancer à des conditions plus avantageuses, l'ensemble du processus de désendettement peut même prendre plusieurs années.

Voilà pour l'aspect microéconomique. Au niveau global, ou macroéconomique, les choses sont plus compliquées. Lorsque tout le monde se désendette au même moment, le problème global empire. Si un grand nombre de ménages décident subitement d'épargner beaucoup plus, la demande globale chute, d'où une baisse de la production, une hausse du chômage, des pertes de revenu et, partant, la nécessité d'un désendettement plus généralisé. Si une multitude de personnes essaient de vendre leur logement pour dégager des liquidités, les prix risquent de baisser, d'où une multiplication des défauts de paiement et des saisies et un nouveau durcissement des conditions de crédit pour

les autres emprunteurs. Ces interactions négatives, ainsi que les appellent les économistes, poussent à brader les logements et les prix finissent par descendre en dessous de leur valeur d'équilibre.

L'histoire confirme que le désendettement est un processus lent. Dans les pays avancés, au cours des 30 dernières années, les crises de l'immobilier et les récessions précédées par un gonflement plus marqué de la dette des ménages ont eu tendance à être plus graves et plus prolongées (FMI, 2012). Concrètement, l'effet conjugué de la baisse des prix immobiliers et de l'augmentation des dettes avant l'effondrement semble expliquer la gravité de la contraction. On observe en particulier que, dans les pays très endettés, la chute de la consommation des ménages a été quatre fois supérieure à ce qu'il aurait été logique d'attendre du simple effet de patrimoine lié à la baisse des prix des logements. L'ampleur de la contraction ne s'explique pas non plus par les seules crises financières. La relation entre la dette des ménages et la contraction de la consommation concerne aussi les pays qui n'ont pas subi de crise bancaire au moment de la débâcle immobilière.

Le désendettement des institutions financières est également un processus laborieux, qui peut avoir des effets macroéconomiques au moins aussi pernicieux que le désendettement des ménages. Une augmentation des prêts improductifs, une dépréciation des titres en portefeuille (se traduisant par une détérioration du ratio dette/fonds propres) ou un durcissement de la réglementation consécutif à une crise financière peuvent obliger les banques à assainir leurs bilans. Or, à l'instar des ménages, les banques ne peuvent guère épargner, sauf à tailler dans les dividendes et les salaires. Elles peuvent redresser leur bilan en levant de nouveaux fonds propres, mais elles hésitent souvent à le faire, d'autant que le faire rapidement peut être coûteux.

Les banques ont plutôt tendance à assainir leurs finances en délestant les actifs à risque, c'est-à-dire en accordant moins de nouveaux prêts. Mais cette tactique nuit à l'économie réelle, car elle fait diminuer le volume des financements disponibles. La réticence du secteur financier à fournir des capitaux peut entraîner un assèchement du crédit qui oblige les ménages et les sociétés à se désendetter, ce qui a pour effet de freiner l'investissement et la consommation. Se déclenche ainsi un cercle vicieux où s'enchaînent baisses de la production et de l'activité globales, pertes de revenus, détérioration de la qualité des prêts, dépréciations des actifs, nouveaux désendettements forcés, etc.

### L'État peut-il prendre la relève?

On a souvent vu une forte augmentation de l'endettement du secteur privé déboucher sur une crise financière, comme ce fut le cas dans les pays scandinaves et est-asiatiques au cours des années 90. Des études montrent que les crises financières de ce type sont suivies par des récessions longues et sévères, durant lesquelles des indicateurs cruciaux tels que le chômage ou les prix immobiliers mettent beaucoup plus de temps à rebondir que lors d'une récession normale. Dans certains cas, la reprise a cependant été rapide, car l'État a été capable de se substituer à la consommation privée. Au début des années 90, par exemple, les emprunteurs privés suédois excessivement endettés qui faisaient face à une crise majeure ont diminué leurs charges

en taillant dans leurs dépenses. L'État suédois, dont la note de crédit était meilleure que celle du secteur privé, a augmenté ses dépenses, au prix de déficits budgétaires substantiels. En parallèle, le gouvernement a rapidement procédé à la restructuration du système financier et la banque centrale a abaissé les taux d'intérêt. Un ajustement du taux de change a également contribué à enrayer l'effondrement de l'activité, l'économie a redémarré et l'État a pu alors commencer à réduire sa dette.

Hélas, pour bon nombre de pays avancés, cette voie-là n'est pas aussi facile à suivre que dans les années 90. Les niveaux de dette publique étaient déjà élevés avant la crise financière et de nombreux autres engagements (pensions, services de santé, services sociaux, etc.) vont peser très lourd. Les récessions ont creusé d'importants déficits budgétaires, liés pour l'essentiel au ralentissement de l'activité économique et à de nouvelles augmentations des dépenses, notamment aux opérations de recapitalisation décidées par les pouvoirs publics pour renflouer les banques et d'autres établissements financiers. Au final, la solvabilité de nombreux pays est remise en question et bon nombre de gouvernements ont du mal à augmenter leurs dépenses pour protéger leur économie contre le désendettement forcé du secteur privé. C'est particulièrement vrai pour les pays périphériques de la zone euro, où l'État doit réduire sa dette.

Quoi qu'il en soit, l'État peut jouer un rôle majeur. Les programmes de restructuration de la dette des ménages tels que ceux lancés aux États-Unis dans les années 30 ou en Islande aujourd'hui peuvent être efficaces. L'État américain avait récupéré environ un cinquième des hypothèques, rallongé les échéances, abaissé les taux d'intérêt et parfois même annulé le capital des prêts, réduisant ainsi sensiblement la charge des emprunteurs et le nombre de faillites et de saisies chez les ménages. Des mesures de ce type peuvent contribuer à éviter les cercles vicieux où se succèdent faillites des ménages, baisses des prix immobiliers et contractions accrues de la production.

### Où en est-on actuellement ?

Le désendettement progresse différemment selon les secteurs économiques et selon les pays. Les graphiques 1, 2 et 3 donnent également une idée de ce qu'était l'endettement des ménages, des établissements financiers et des autres sociétés au troisième trimestre de 2011. Une simple comparaison des ratios d'endettement et des leviers financiers avant et après le boom (2000) semble montrer que les ménages vont avoir un long chemin à parcourir pour redresser leurs bilans. Le secteur financier doit lui aussi passablement diminuer ses ratios dette/PIB et passifs/fonds propres. Globalement, le secteur des entreprises est dans une situation moins défavorable.

Certains pays sont un peu plus avancés que d'autres. En Allemagne, le ratio dette/revenu des ménages a déjà reculé. Aux États-Unis aussi, le point culminant a été atteint et le ratio fléchit, même si c'est surtout la conséquence de faillites qui ont épongé les dettes. Au Royaume-Uni, le ratio a un peu diminué depuis la crise, mais il demeure globalement élevé. Dans la plupart des autres pays, l'endettement des ménages n'est toujours pas revenu à son niveau d'avant la crise. Il continue parfois même d'augmenter, comme en France et aux Pays-Bas, notamment sous l'effet d'une baisse des prix des logements.

De manière générale, les secteurs financiers se sont moins désendettés que les ménages. Bien que les États-Unis et l'Allemagne aient réussi à faire baisser le ratio dette/PIB dans le secteur financier, il reste plus élevé qu'avant la crise. Dans des pays comme le Canada, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, l'inversion du levier financier ne s'est pas encore produite et les ratios de dette rapportée au PIB ou aux fonds propres, voire les deux, demeurent plutôt élevés.

Dans une majorité de pays, les sociétés non financières n'ont pas augmenté leur effet de levier; dans d'autres (Japon et Canada, en particulier), elles sont en revanche toujours très endettées.

### L'action des pouvoirs publics peut être décisive

Assainir les bilans prendra beaucoup de temps. Bien que le redressement du secteur privé soit en cours, le chemin est encore long. En outre, bon nombre de gouvernements ont des problèmes budgétaires tels, qu'ils ne peuvent pas compenser le déficit de demande provoqué par le désendettement.

À certains égards, cependant, cette lenteur est une bonne nouvelle. Comme on l'a vu plus haut, un désendettement trop rapide, en particulier des institutions financières, peut nuire à l'économie en pesant sur la demande et l'activité globales. Dans certains pays, on observe des signes encourageants d'assainissement des bilans, sans conséquences macroéconomiques négatives. Pour tous les pays, le défi consiste à redresser les bilans au bon rythme, ni trop rapide ni trop lent.

L'action des pouvoirs publics peut être décisive. Les recommandations habituellement formulées pour assurer un désendettement mondial ordonné sont les suivantes :

- Il faut une coordination attentive des politiques financières, macroéconomiques et structurelles pour que le système financier soit en mesure de soutenir l'économie.
- Parallèlement aux augmentations de fonds propres et de provisions des banques qui sont en cours (voir «Réparer le système» dans ce numéro de *F&D*), il est essentiel de poursuivre le processus de restructuration et de résolution, en prévoyant au besoin un appui de l'État. Il incombe aux autorités de s'assurer que les banques font preuve de modération en matière de dividendes et de rémunération afin de maintenir des volants de fonds propres capables d'absorber les pertes.
- Dans certains pays, la dette hypothécaire des ménages doit redevenir viable au moyen de programmes facilitant l'allègement du principal.
- Dans de nombreux pays, le processus d'assainissement des finances publiques doit être clairement exposé pour rassurer les marchés financiers en garantissant la solvabilité ou le retour à la solvabilité, mais sans que le désendettement n'entrave la reprise à court terme.
- Pour prévenir les effets de contagion, les dirigeants nationaux doivent coordonner leurs actions respectives en évitant de trop privilégier leurs propres systèmes économiques et financiers. ■

*Stijn Claessens est Sous-directeur au Département des études du FMI.*

#### Bibliographie :

Fonds monétaire international (FMI), 2012, «Faire face à l'endettement des ménages», Perspectives de l'économie mondiale, Chapitre 3 (Washington, Avril).