NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

27 avril 2011 – N°. 307

La crise de l'endettement n'est pas finie

Certains pensent que la situation économique va se normaliser aux Etats-Unis et Europe. Mais en réalité ces pays sont encore en pleine crise de l'endettement :

- ***bien sûr avec les dettes publiques, qui ont été substituées aux dettes privées ;***

- ***mais aussi, encore avec les dettes privées. La crise de 2007-2008 est née du recul de la richesse immobilière qui a révélé l'excès d'endettement des ménages (et des promoteurs immobiliers). En apparence, la situation des ménages emprunteurs s'est améliorée, mais ceci est dû à la forte baisse des taux d'intérêt qui a artificiellement amélioré leur solvabilité. Mais aujourd'hui les taux d'intérêt à court terme et à long terme vont remonter, refaisant probablement apparaître la crise d'endettement des ménages. Ceci peut menacer la solvabilité des banques, dont les refinancements de dette vont être considérables.***

Nous regardons les situations de trois pays caractéristiques de ce point de vue : Etats-Unis, Royaume-Uni, Espagne.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

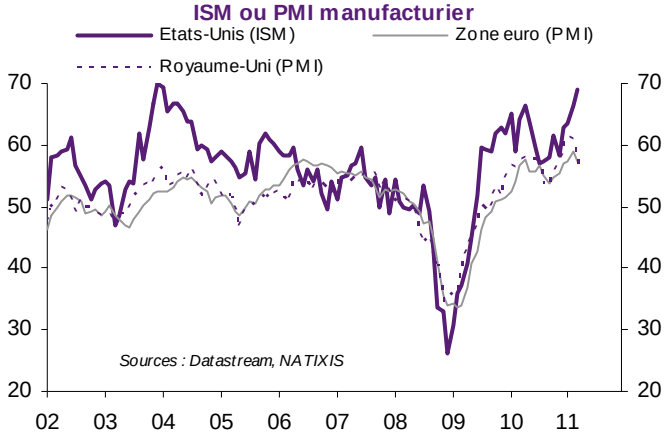
Peut-on croire à la normalisation des économies ?

Les perspectives de croissance pour les Etats-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni sont « presque » normales (**tableau 1**).

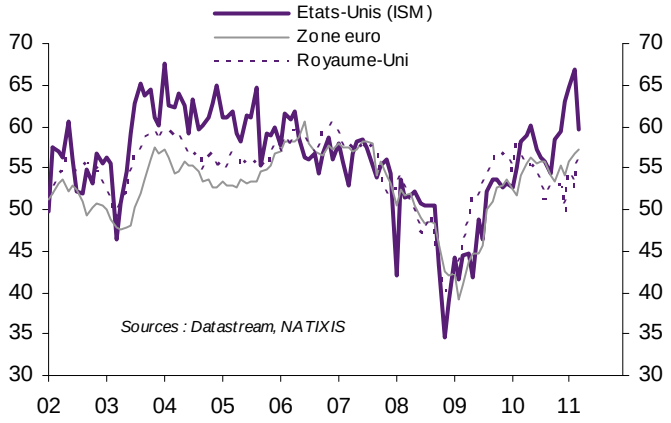
Les **prévisions de production** sont devenues très bonnes (**graphiques 1a/b**). **On pourrait donc croire qu'il y a normalisation progressive des économies**. Mais nous n'y croyons pas, **et nous croyons au contraire que les économies peuvent retomber dans la crise de l'endettement.**

Nous ne voulons pas nous concentrer ici sur la situation bien comme des dettes publiques (**graphique 2**), qui ont été substituées aux dettes privées depuis 2008 , **mais sur celle à nouveau des dettes privées**.

Graphique 1a
ISM ou PMI manufacturier



Graphique 1b
PMI services



Graphique 2
Dette publique (en % du PIB)

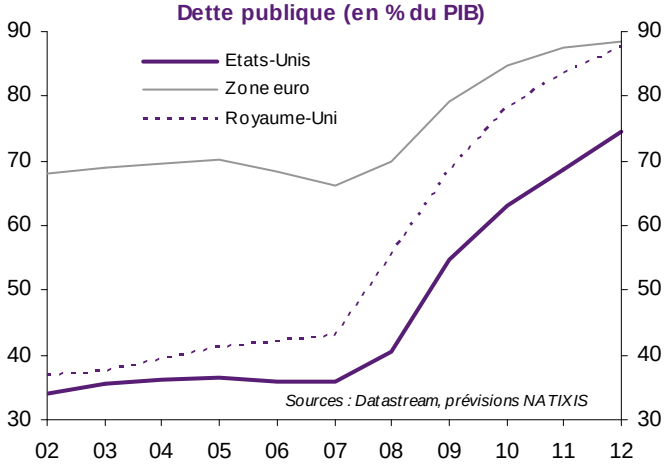


Tableau 1
Observations et prévisions de croissance 2006-2012

	2006	2007	2008	2009	2010	2011			2012		
						FMI	OCDE	Consensus forecast	FMI	OCDE	Consensus forecast
Etats-Unis	2,7	1,9	0,0	-2,6	2,8	3,0	2,2	2,9	2,7	3,1	3,3
Royaume-Uni	2,8	2,7	-0,1	-5,0	1,6	2,0	1,7	1,8	2,3	2,0	2,2
Zone euro	3,1	2,7	0,5	-4,2	1,6	1,5	1,7	1,7	1,7	2,0	1,7

Sources : OCDE, Consensus Forecast Avril 2011, Bloomberg

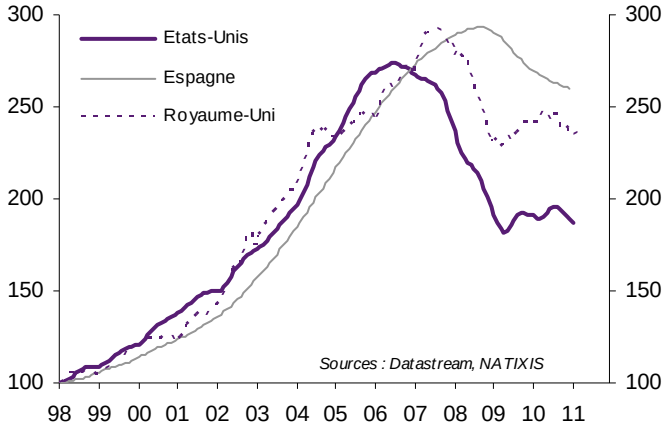
Une apparente amélioration de la situation des ménages

Nous allons illustrer notre propos **par la situation de trois pays où les problèmes d'endettement et de solvabilité des ménages sont particulièrement graves : Etats-Unis, Royaume-Uni, Espagne.**

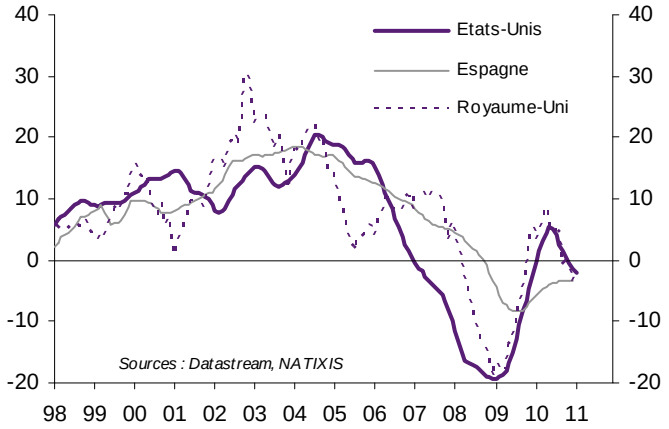
La crise de 2007-2008 a été déclenchée par **le recul des prix de l'immobilier** (**graphiques 3a/b**) **qui a révélé l'excès d'endettement des ménages**, (**graphiques 4a/b**) et des promoteurs immobiliers.

Ceci a fait apparaître **une forte hausse des défauts sur les crédits des ménages** (**graphique 5a**), ainsi que sur d'autres formes de crédits immobiliers (**graphique 5b**), **ce qui a déclenché la crise**.

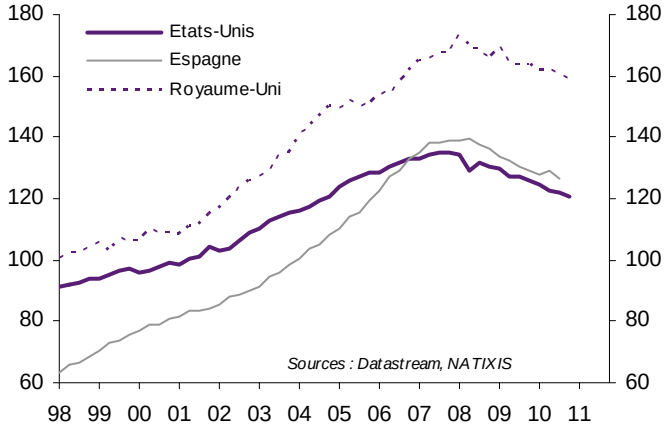
Graphique 3a
Prix de l'immobilier (100 en 1998:1)



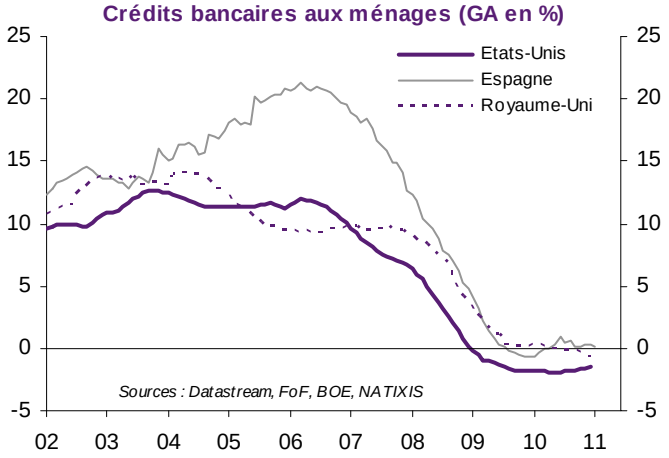
Graphique 3b
Prix de l'immobilier (GA en %)



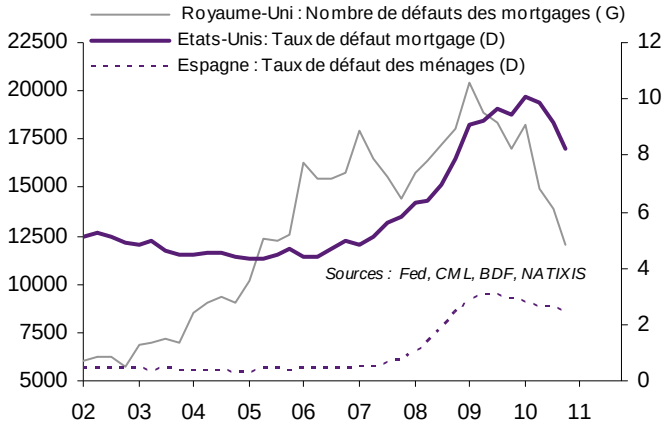
Graphique 4a
Dette des ménages (en % du RDB)



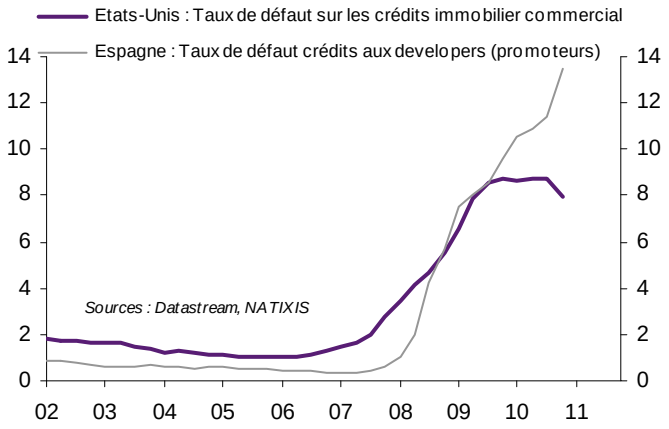
Graphique 4b
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)



Graphique 5a
Taux de défaut des ménages



Graphique 5b
Taux de défaut sur les crédits

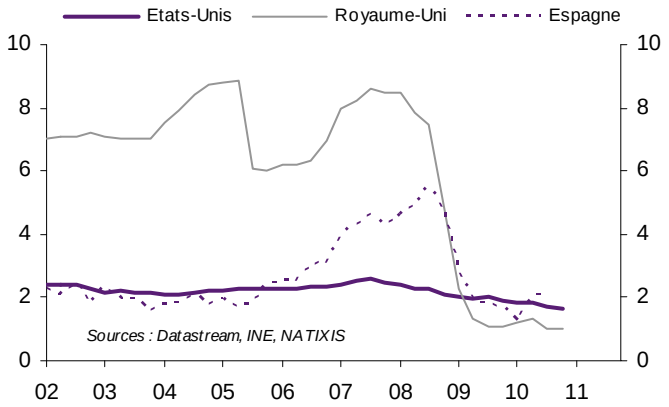


Mais, **depuis le 2ème trimestre 2009, on semble voir une amélioration progressive** :

- recul des taux de défaut des ménages (**graphique 5a**, voir plus haut) ;
- désendettement des ménages (**graphique 4a**, voir plus haut) ;
- **amélioration de la solvabilité des ménages avec la baisse des paiements d'intérêts sur leur dette** (**graphique 6**) ;
- stabilisation des prix de l'immobilier résidentiel (**graphiques 3a/b**, plus haut).

Ceci pourrait faire croire que la crise de l'endettement est terminée mais ce n'est probablement pas le cas.

Graphique 6
Intérêts nets payés sur la dette des ménages (en % du RDB)



Les risques liés à la remontée des taux d'intérêt

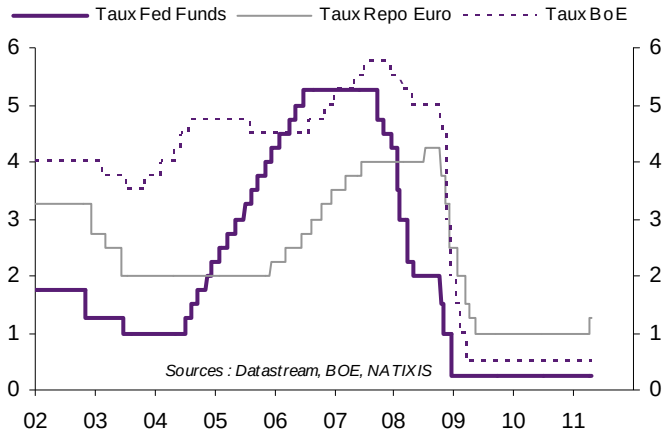
2011 marquera le début de la période de remontée des taux d'intérêt :

- remontée du taux directeur de la BCE, anticipation de remontée des taux de la Banque d'Angleterre (**graphiques 7a/b**) ;

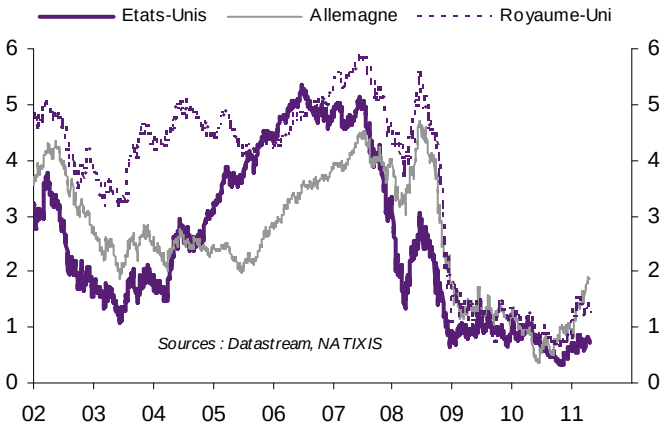
- **arrêt du QE2 aux Etats-Unis**, **donc des achats de Treasuries** par la Réserve Fédérale (**tableau 2**), et en conséquence par les Banques Centrales des pays émergents, d'où une très probable remonté de **taux d'intérêt à long** terme (**graphique 8**) aux Etats-Unis et par corrélation en Europe.

Cette évolution résulte **du passage à une dynamique progressivement plus inflationniste** (**graphique 9**) avec la hausse des prix des matières premières, la hausse des coûts de production dans les pays émergents.

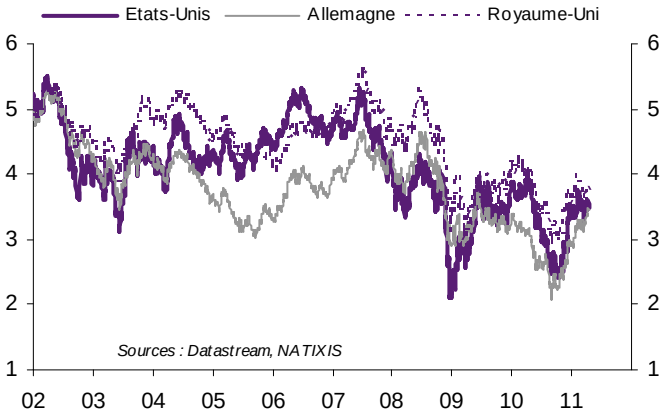
Graphique 7a
Taux directeurs



Graphique 7b
Taux d'intérêt à 2 ans



Graphique 8
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 9
Inflation (CPI, GA en %)

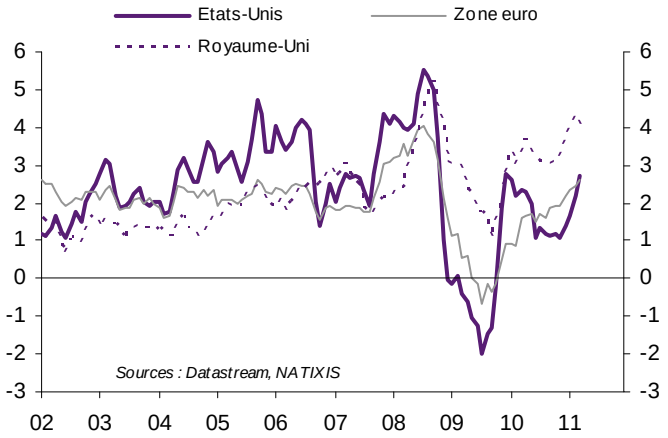


Tableau 2
Etats-Unis : encours de Treasuries détenus par la Réserve Fédérale (Mds de $)

	Montants détenus		Montants détenus		Montants détenus		Montants détenus
janvier-08	723,30	**janvier-09**	475,20	**janvier-10**	776,62	**janvier-11**	1201,40
février-08	713,36	**février-09**	474,68	**février-10**	776,56	**février-11**	1179,20
mars-08	628,98	**mars-09**	474,73	**mars-10**	776,65	**mars-11**	1295,35
avril-08	548,65	**avril-09**	528,69	**avril-10**	776,72	**avril-11**	1345,66
mai-08	491,06	**mai-09**	597,58	**mai-10**	776,86		
juin-08	478,77	**juin-09**	647,83	**juin-10**	776,96		
juillet-08	479,09	**juillet-09**	695,32	**juillet-10**	777,02		
août-08	479,60	**août-09**	740,49	**août-10**	782,83		
septembre-08	476,56	**septembre-09**	762,75	**septembre-10**	801,20		
octobre-08	476,49	**octobre-09**	774,55	**octobre-10**	834,28		
novembre-08	476,42	**novembre-09**	776,53	**novembre-10**	891,52		
décembre-08	476,07	**décembre-09**	776,57	**décembre-10**	1010,29		

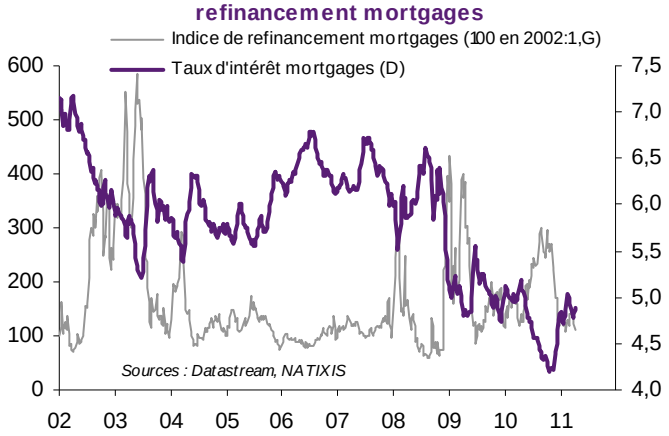
Des taux d'intérêt plus élevés peuvent faire revenir la crise de l'endettement :

- **au Royaume-Uni et en Espagne, où les crédits sont faits à taux variables, remontée des intérêts payés par les ménages** (**graphique 6** plus haut) ;

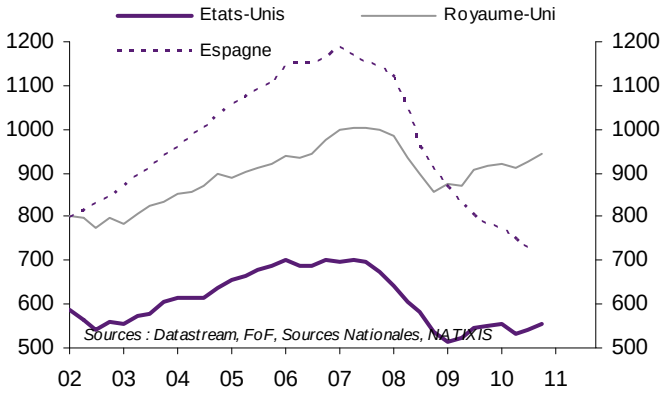
- **aux Etats-Unis**, avec la hausse des taux d'intérêt à long terme, **arrêt des refinancements de crédits immobiliers** (**graphique 10**), donc aussi remontée des paiements d'intérêts ;

- avec la hausse des taux d'intérêt à long terme, **retournement à nouveau à la baisse des prix de l'immobilier résidentiel** (**graphiques 3a/b**, plus haut), déjà visible dans les 3 pays, ce qui va à nouveau **réduire la richesse des ménages** (**graphique 11**).

Graphique 10
Etats-Unis : taux d'intérêt et indice de refinancement mortgages

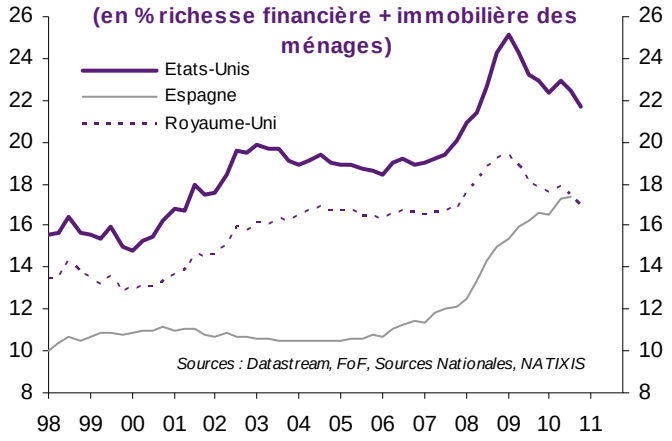


Graphique 11
Richesse financière + immobilière des ménages (en % du RDB)



Nous craignons donc **une nouvelle vague d'insolvabilité des ménages** avec la hausse des paiements d'intérêts, la baisse des prix de l'immobilier. Il faut d'ailleurs remarquer que **si on calcule le taux d'endettement des ménages non comme dette/revenu** (**graphique 4a** plus haut) mais comme **dette/richesse** (**graphique 12**), ce taux d'endettement est encore très élevé, **plus élevé qu'avant la crise aux Etats-Unis et en Espagne.**

Graphique 12
Dette des ménages
(en % richesse financière + immobilière des ménages)

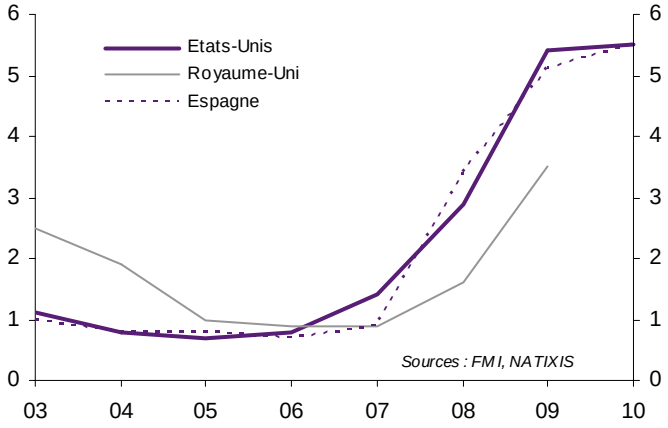


Synthèse : un risque pour les banques

Les non performing loans des banques (graphiques 13a/b) risquent donc de monter encore au plus mauvais moment pour les banques, à celui où elles devront rembourser des montants très importants de dette contractée dans le passé (tableau 3).

Nous craignions que l'insolvabilité de nombreux emprunteurs ait juste été cachée pendant un temps par le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt.

Graphique 13a
Bank Nonperforming Loans to Total Loans



Graphique 13b
Bank Nonperforming Loans to Total Loans

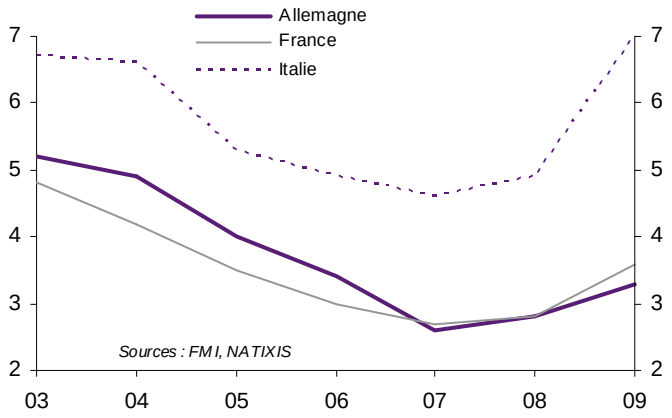


Tableau 3
Remboursement des dettes à échéance par les banques (en Mds de monnaies nationales)

	Zone euro (en mds d'euros)	Etats-Unis (en mds de $)	Royaume-Uni (en mds de £)	Autres (en Mds de $)
2010	606,87	333	89,91	425,6
2011	533,63	347	117,79	455,1
2012	494,07	355	103,61	307,7
2013	288,39	191	52,66	253
2014	289,91	190	46,05	232,2
2015	233,27	115	22,38	124,7

Sources : FMI, Moody's, Natixis