

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

17 juin 2011 – N° 459

Le levier d'endettement est un bon indicateur avancé des récessions aux Etats-Unis et en Europe

On utilise souvent la pente de la courbe des taux d'intérêt comme indicateur avancé du cycle économique. Nous proposons ici un autre indicateur, qui est le levier d'endettement. Un levier d'endettement en hausse rapide annonce systématiquement une récession.

Nous regardons les situations des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la zone euro et du Japon depuis le milieu des années 1980.

Le passage de la pente de la courbe des taux d'intérêt au levier d'endettement comme indicateur avancé des cycles aux Etats-Unis et en Europe reflète le changement de la nature des cycles : dirigés par l'inflation dans le passé, dirigés par les crises de surendettement aujourd'hui.

Au Japon, c'est au contraire avant la crise de 1990 que le levier d'endettement était un indicateur avancé des récessions.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

La pente de la courbe des taux d'intérêt comme indicateur avancé des cycles économiques

Traditionnellement, on utilisait la pente de la courbe des taux d'intérêt comme indicateur avancé des cycles économiques. Le raisonnement était le suivant : la croissance future ferait remonter l'inflation, d'où une hausse des taux d'intérêt à court terme. La remontée des taux d'intérêt à court terme futurs anticipés lorsque la croissance est anticipée revenir fait remonter les taux d'intérêt à long terme. La même raison s'applique en sens opposé lorsqu'une récession est anticipée.

Qu'a-t-on observé aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro et au Japon depuis le milieu des années 1980 ?

N° 1 – Etats-Unis

Aux Etats-Unis (graphique 1, tableau 1), la pente de la courbe des taux d'intérêt est un indicateur avancé de la croissance future, avec une avance importante, 6 trimestres au moins. Ceci est encore le cas dans la période récente, mais moins nettement que jusqu'en 1995.

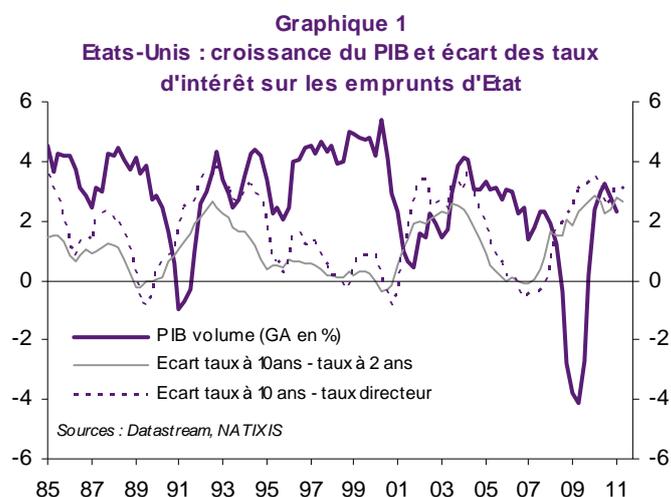


Tableau 1
Corrélation entre écart des taux à 10 ans et taux à 2 ans et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Etats-Unis	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,36	- 0,24	- 0,13	- 0,03	0,06	0,15	0,23
1985-1995Q4	- 0,02	0,16	0,28	0,38	0,42	0,42	0,42
1996-2011Q1	- 0,48	- 0,38	- 0,28	- 0,18	- 0,08	0,03	0,14

Corrélation entre écart des taux à 10 ans et taux directeur et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Etats-Unis	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,19	- 0,06	0,06	0,15	0,22	0,31	0,38
1985-1995Q4	0,11	0,25	0,35	0,39	0,39	0,41	0,44
1996-2011Q1	- 0,36	- 0,23	- 0,10	0,01	0,12	0,23	0,33

Sources : Datastream, NATIXIS

N° 2 – Royaume-Uni

Au Royaume-Uni (graphique 2 et tableau 2), la pente de la courbe des taux est un indicateur avancé de la croissance future jusqu'en 1995 mais pas après.

Graphique 2
Royaume-Uni : croissance du PIB et écart des
taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat

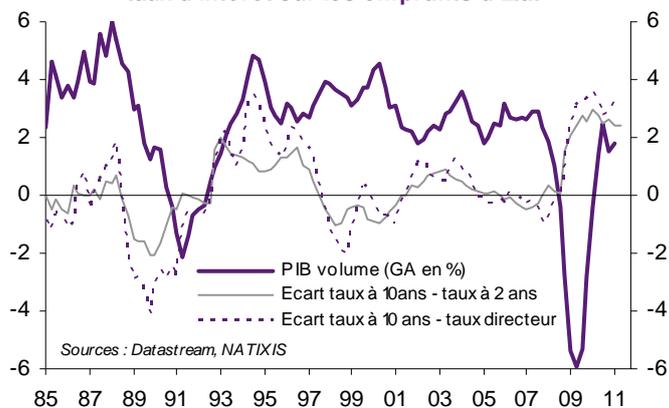


Tableau 2
Corrélation entre écart des taux à 10 ans et taux à 2 ans et PIB volume de t à t + 6
(GA en %)

Royaume-Uni	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,34	- 0,22	- 0,08	0,04	0,16	0,25	0,31
1985-1995Q4	0,19	0,32	0,44	0,50	0,58	0,62	0,63
1996-2011Q1	- 0,66	- 0,55	- 0,40	- 0,25	- 0,12	- 0,01	0,07

Corrélation entre écart des taux à 10 ans et taux directeur et PIB volume de t à t + 6
(GA en %)

Royaume-Uni	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,10	0,01	0,12	0,22	0,30	0,35	0,36
1985-1995Q4	0,42	0,50	0,55	0,58	0,60	0,61	0,60
1996-2011Q1	- 0,56	- 0,41	- 0,24	- 0,08	0,05	0,14	0,18

Sources : Datastream, NATIXIS

N° 3 – Zone euro

Dans la zone euro (graphique 3 et tableau 3), la pente de la courbe des taux est un indicateur avancé (de 5 trimestres) de la croissance future, encore dans la période récente.

Graphique 3
Zone euro : croissance du PIB et écart des taux
d'intérêt sur les emprunts d'Etat

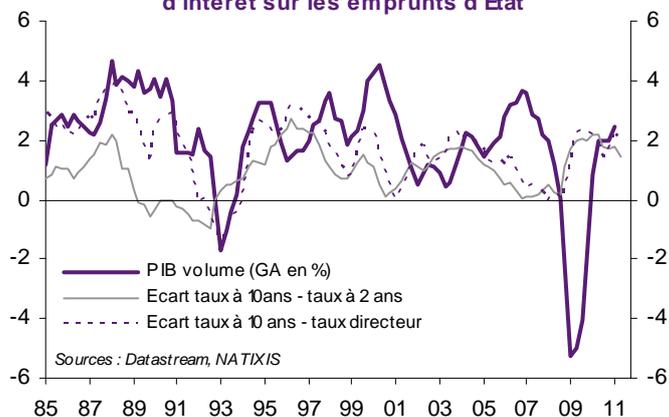


Tableau 3
Corrélation entre écart des taux à 10 ans et taux à 2 ans et PIB volume de t à t + 6
(GA en %)

Zone euro	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,21	- 0,07	0,10	0,23	0,34	0,40	0,42
1985-1995Q4	0,20	0,29	0,41	0,48	0,56	0,60	0,59
1996-2011Q1	- 0,39	- 0,19	0,03	0,22	0,36	0,44	0,47

Corrélation entre écart des taux à 10 ans et taux directeur et PIB volume de t à t + 6
(GA en %)

Zone euro	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	0,32	0,43	0,50	0,52	0,51	0,46	0,41
1985-1995Q4	0,80	0,79	0,73	0,62	0,52	0,43	0,33
1996-2011Q1	-0,09	0,15	0,35	0,49	0,54	0,54	0,51

Sources : Datastream, NATIXIS

Au Japon (graphique 4 et tableau 4), la pente de la courbe des taux n'est un indicateur avancé (de 5 trimestres) de la croissance future que jusqu'en 1995, pas après.

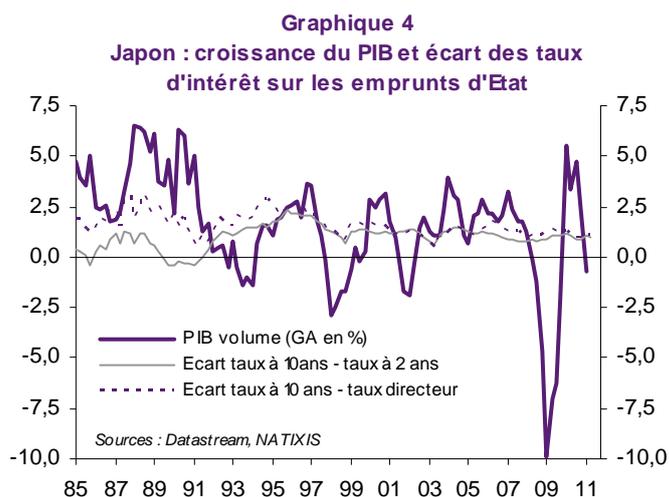


Tableau 4
Corrélation entre écart des taux à 10 ans et taux à 2 ans et PIB volume de t à t + 6
(GA en %)

Japon	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,27	- 0,20	- 0,17	- 0,15	- 0,13	- 0,12	- 0,13
1985-1995Q4	- 0,50	- 0,37	- 0,26	- 0,18	- 0,06	0,06	0,09
1996-2011Q1	0,26	0,28	0,26	0,22	0,13	0,02	- 0,04

Corrélation entre écart des taux à 10 ans et taux directeur et PIB volume de t à t + 6
(GA en %)

Japon	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	0,32	0,38	0,42	0,39	0,39	0,35	0,27
1985-1995Q4	0,10	0,26	0,40	0,38	0,48	0,56	0,48
1996-2011Q1	0,22	0,25	0,23	0,18	0,09	-0,07	-0,20

Sources : Datastream, NATIXIS

En moyenne, la pente de la courbe des taux d'intérêt était donc un bon indicateur de la croissance future jusqu'au milieu des années 1990. Après, ce n'est plus le cas, ou c'est moins le cas.

Levier d'endettement et cycles économiques futurs

Nous allons ici regarder si le levier d'endettement (mesuré comme le taux d'endettement des ménages et des entreprises rapporté au PIB) est devenu un bon indicateur avancé de la croissance future.

Soit le niveau, soit la variation du levier d'endettement jouent-ils ce rôle ?

N° 1 – Etats-Unis

Plus fortement depuis 1996, le niveau (et à moindre degré la variation) du **taux d'endettement est un indicateur avancé (inversé : un niveau élevé prévoit un recul de la croissance) de la croissance future aux Etats-Unis (graphique 5, tableau 5).**

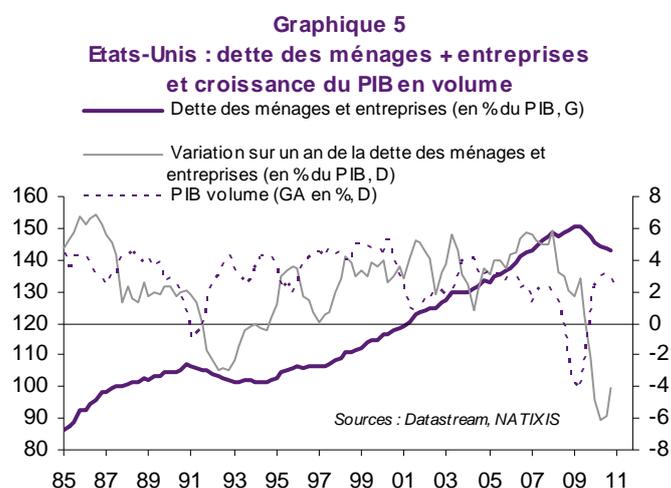


Tableau 5
Corrélation entre dette des ménages + entreprises (en % du PIB valeur) et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Etats-Unis	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,50	- 0,49	- 0,49	- 0,48	- 0,47	- 0,46	- 0,45
1985-1995Q4	- 0,54	- 0,51	- 0,47	- 0,38	- 0,28	- 0,19	- 0,13
1996-2011Q1	- 0,66	- 0,67	- 0,66	- 0,64	- 0,62	- 0,61	- 0,60

Corrélation entre variation sur un an de la dette des ménages+entreprises (en % du PIB valeur) et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Etats-Unis	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,01	- 0,05	- 0,07	- 0,09	- 0,14	- 0,20	- 0,23
1985-1995Q4	0,11	0,04	0,03	0,05	0,08	0,09	0,10
1996-2011Q1	- 0,05	- 0,08	- 0,10	- 0,16	- 0,27	- 0,43	- 0,55

Sources : Datastream, NATIXIS

N° 2 – Royaume-Uni

Le niveau du taux d'endettement prévoit, avec 1 trimestre d'avance, le recul futur de l'activité au Royaume-Uni (graphique 6, tableau 6).

Graphique 6
Royaume-Uni : dette des ménages + entreprises et croissance du PIB en volume

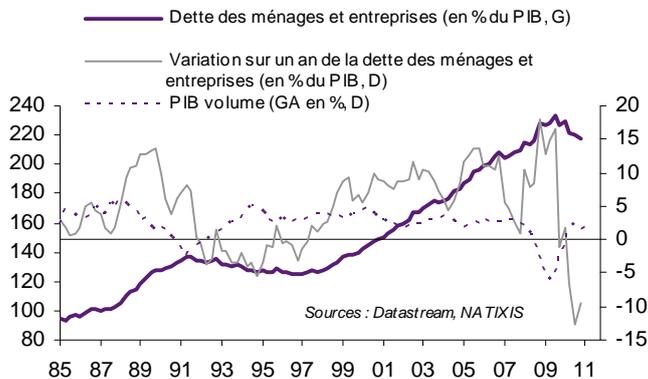


Tableau 6
Corrélation entre dette des ménages + entreprises (en % du PIB valeur) et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Royaume-Uni	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,53	- 0,53	- 0,52	- 0,50	- 0,49	- 0,48	- 0,47
1985-1995Q4	- 0,68	- 0,70	- 0,66	- 0,62	- 0,58	- 0,53	- 0,47
1996-2011Q1	- 0,65	- 0,64	- 0,63	- 0,62	- 0,60	- 0,60	- 0,60

Corrélation entre variation sur un an de la dette des ménages+entreprises (en % du PIB valeur) et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Royaume-Uni	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,24	- 0,30	- 0,33	- 0,35	- 0,33	- 0,31	- 0,31
1985-1995Q4	- 0,09	- 0,19	- 0,29	- 0,40	- 0,48	- 0,56	- 0,61
1996-2011Q1	- 0,29	- 0,34	- 0,32	- 0,29	- 0,18	- 0,09	- 0,04

Sources : Datastream, NATIXIS

N° 3 – Zone euro

Surtout depuis 1995, le niveau (et moins bien la variation) du taux d'endettement du secteur privé prédit (ou est coïncident) le recul futur de l'activité dans la zone euro (graphique 7 et tableau 7).

Graphique 7
Zone euro : dette des ménages + entreprises et croissance du PIB en volume

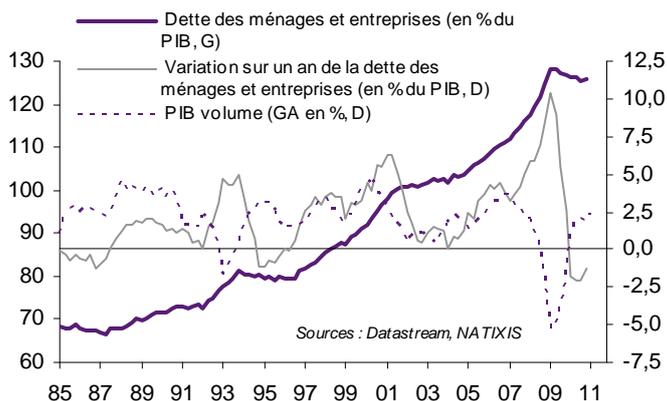


Tableau 7
Corrélation entre dette des ménages + entreprises (en % du PIB valeur) et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Zone euro	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,46	- 0,45	- 0,44	- 0,43	- 0,42	- 0,41	- 0,40
1985-1995Q4	- 0,44	- 0,44	- 0,42	- 0,40	- 0,38	- 0,38	- 0,37
1996-2011Q1	- 0,52	- 0,51	- 0,51	- 0,50	- 0,49	- 0,48	- 0,47

Corrélation entre variation sur un an de la dette des ménages+entreprises (en % du PIB valeur) et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Zone euro	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,39	- 0,45	- 0,45	- 0,40	- 0,33	- 0,29	- 0,27
1985-1995Q4	- 0,45	- 0,36	- 0,23	- 0,10	0,04	0,08	0,06
1996-2011Q1	- 0,30	- 0,43	- 0,47	- 0,45	- 0,41	- 0,36	- 0,31

Sources : Datastream, NATIXIS

Au Japon, c'est au contraire avant 1995 (avant la crise de 1990 – 1992) que le niveau du taux d'endettement prévoit les récessions futures (avec 6 trimestres d'avance), graphique 8 et tableau 8).

Graphique 8
Japon : dette des ménages + entreprises et croissance du PIB en volume

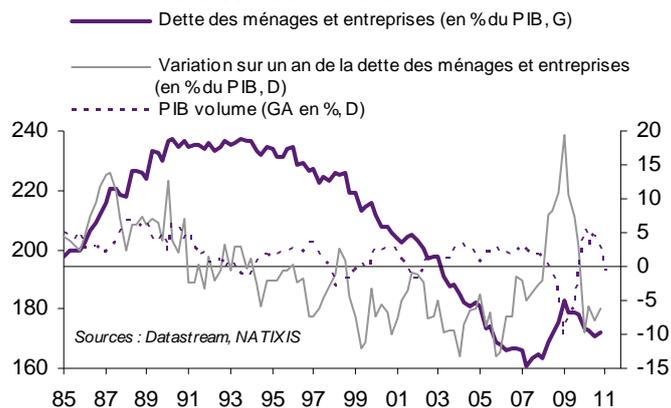


Tableau 8
Corrélation entre dette des ménages + entreprises (en % du PIB valeur) et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Japon	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	0,15	0,18	0,19	0,21	0,23	0,22	0,21
1985-1995Q4	- 0,35	- 0,31	- 0,33	- 0,35	- 0,31	- 0,39	- 0,47
1996-2011Q1	- 0,07	- 0,03	0,00	0,05	0,09	0,08	0,09

Corrélation entre variation sur un an de la dette des ménages+entreprises (en % du PIB valeur) et PIB volume de t à t + 6 (GA en %)

Japon	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
1985-2011Q1	- 0,15	- 0,04	0,02	0,14	0,32	0,34	0,40
1985-1995Q4	0,30	0,51	0,54	0,58	0,71	0,66	0,66
1996-2011Q1	- 0,79	- 0,69	- 0,59	- 0,37	- 0,10	- 0,04	0,05

Sources : Datastream, NATIXIS

**Synthèse : une
conséquence normale
du changement de la
nature des cycles**

Nous avons donc vu que :

- au cours du temps, la pente de la courbe des taux d'intérêt devient un moins bon indicateur avancé de la croissance future ;
- au cours du temps, le levier d'endettement devient un bon indicateur avancé de la croissance future aux Etats-Unis et en Europe, mais pas au Japon où la crise de surendettement a lieu en 1990.

Ceci est normal ; dans le passé les cycles venaient aux Etats-Unis et en Europe de la réaction de la politique monétaire à l'inflation ; l'inflation future résultait de la croissance future et, étant anticipée, faisait monter les taux d'intérêt à long terme ; les récessions faisaient baisser l'inflation et les taux d'intérêt. **Aujourd'hui les cycles viennent des crises financières liées à l'excès d'endettement** : lorsque le levier d'endettement a trop augmenté, la crise de solvabilité fait chuter l'activité, le désendettement permet le redémarrage de la croissance.