

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

25 Novembre 2011 – N° 872

Pour quelles raisons profondes les taux d'endettement privé et public ont-ils augmenté ?

Nous regardons les régions où les taux d'endettement privé puis public ont le plus augmenté : Etats-Unis, Royaume-Uni, zone euro hors Allemagne.

Nous essayons de comprendre pourquoi depuis 1998 les taux d'endettement ont brutalement progressé.

On peut penser a priori :

- *à des politiques monétaires anormalement expansionnistes ;*
- *à un freinage des revenus des ménages les ayant conduit à s'endetter pour continuer à consommer au même rythme ;*
- *à la concurrence entre banques pour gagner des parts de marché sur le marché du crédit ; ou à un changement de comportement d'offre de crédit des banques.*

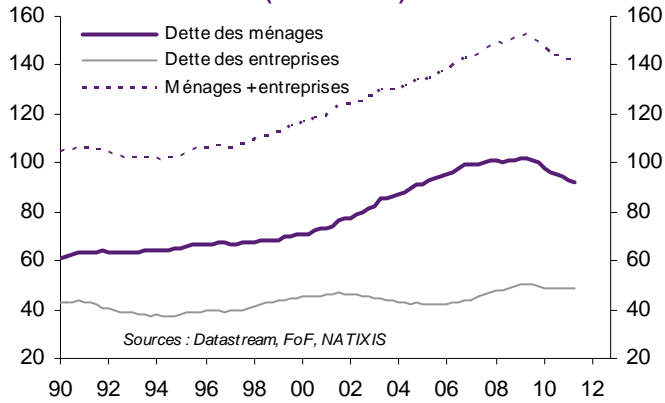
Les politiques monétaires trop expansionnistes jouent partout ; la substitution de crédit aux salaires aux Etats-Unis et dans la zone euro hors Allemagne ; la baisse des marges de taux d'intérêt des banques dans la zone euro hors Allemagne.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

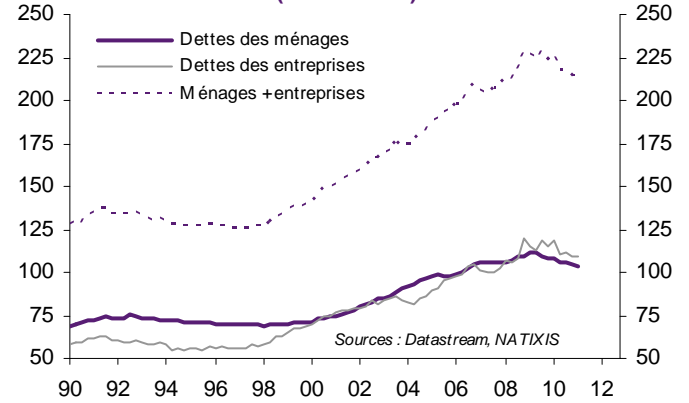
Accélération de l'endettement à partir de 1998

Nous regardons les trois régions où l'endettement privé a beaucoup augmenté depuis les années 1990. **Etats-Unis, Royaume-Uni, zone euro hors Allemagne.** (graphiques 1a/b/c).

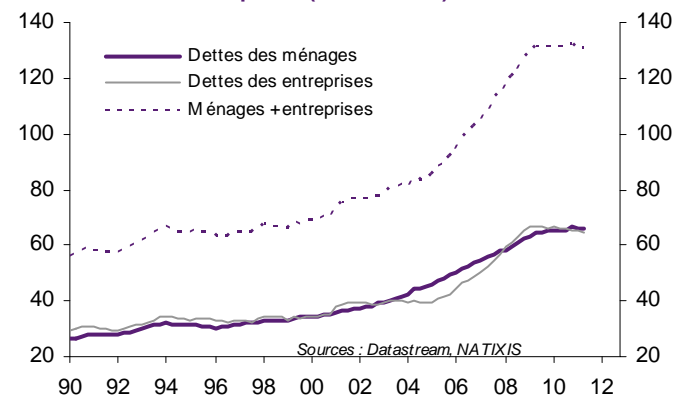
Graphique 1a
Etats-Unis : Dette du secteur privé
(en % du PIB)



Graphique 1b
Royaume-Uni : Dette du secteur privé
(en % du PIB)



Graphique 1c
Zone euro hors Allemagne : Dette du secteur privé
(en % du PIB)

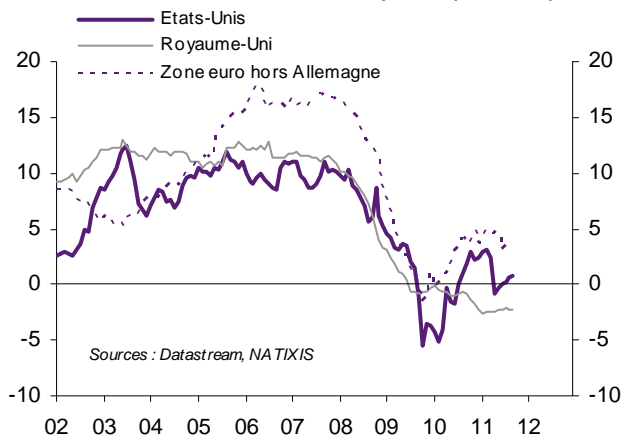


On voit clairement dans les trois cas **une hausse de taux d'endettement, une accélération de l'endettement, une accélération de l'endettement à partir de 1998.**

L'arrêt de la hausse de l'endettement privé et le début du désendettement à partir de 2008 (**graphique 2a**) ont causé un violent recul de l'activité (**graphique 2b**) qui explique **la hausse rapide de l'endettement public** durant les dernières années (**graphique 3**).

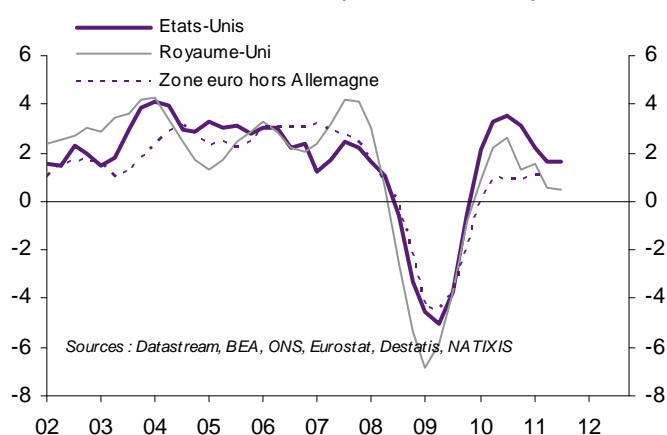
Graphique 2a

Crédits bancaires au secteur privé* (GA en %)



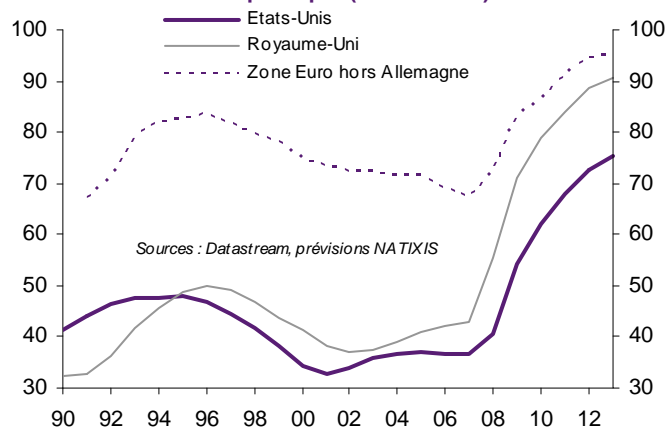
Graphique 2b

Croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 3

Dettes publiques (en % du PIB)



Nous essayons de comprendre pourquoi à partir de 1998, l'endettement privé de ces pays a commencé à augmenter rapidement : l'endettement public est plutôt la cause de l'arrêt de l'endettement privé qu'une évolution autonome.

Les causes de la hausse de l'endettement privé à partir de 1998.

Nous envisageons trois causes possibles :

- les politiques monétaires trop expansionnistes
- la compensation du freinage du revenu des ménages
- le comportement des banques

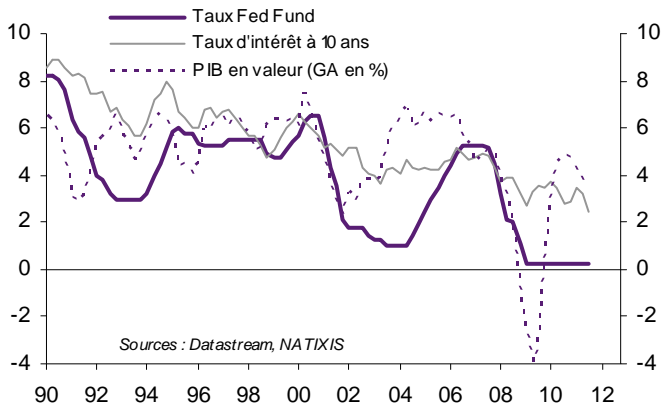
1. Politiques Monétaires

On peut comparer, aux États-Unis, au Royaume-Uni dans la zone euro hors Allemagne :

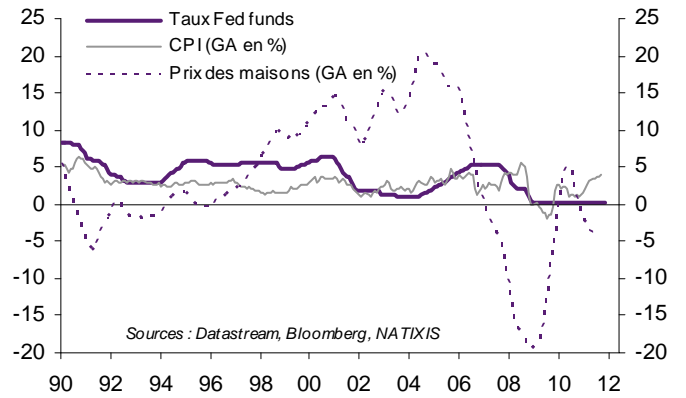
- les taux d'intérêt aux taux de croissance
- les taux d'intérêt à l'inflation et à la croissance des prix de l'immobilier résidentiel (graphiques 4a/b/c).

Les taux d'intérêt ont été faibles par rapport aux taux de croissance, à partir de 1997 (États-Unis, graphique 4a), 2002 (Royaume-Uni, graphique 5a), 1998 (zone euro hors Allemagne, graphique 6a), par rapport à la hausse des prix des maisons à partir de 1998 (États-Unis, graphiques 4b/c), 1999 (Royaume-Uni, graphiques 5b/c ; zone euro hors Allemagne, graphiques 6b/c).

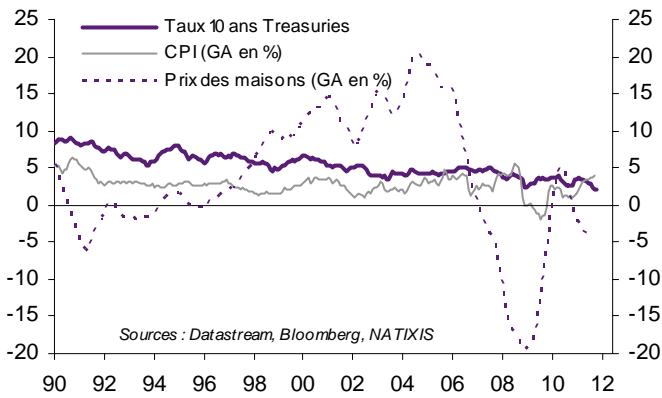
Graphique 4a
Etats-Unis : taux d'intérêt et croissance du PIB



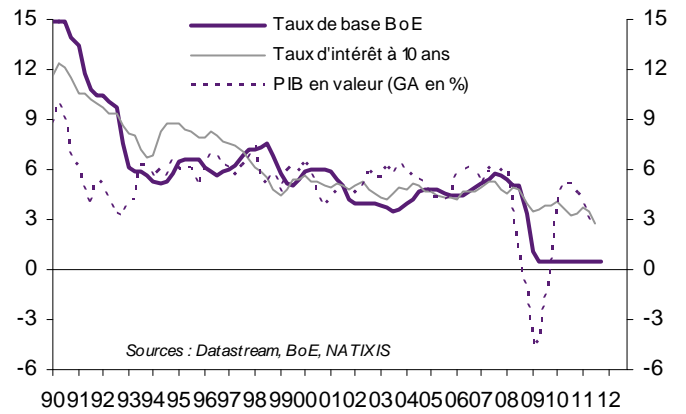
Graphique 4b
Etats-Unis : taux fed funds, inflation et prix des maisons



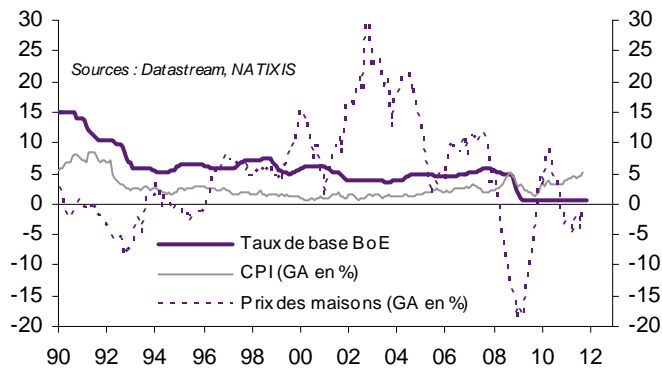
Graphique 4c
Etats-Unis : taux 10 ans, inflation et prix des maisons



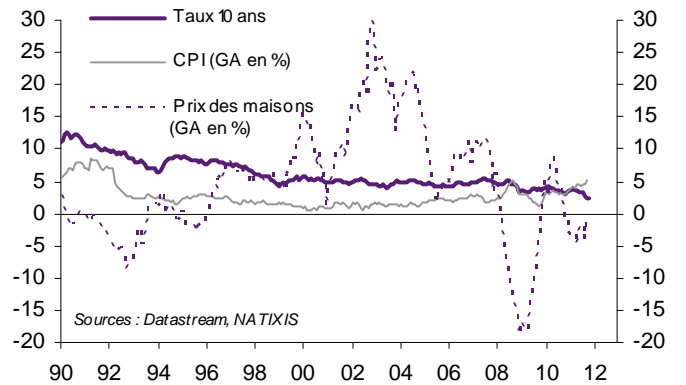
Graphique 5a
Royaume-Uni : PIB valeur et taux d'intérêt



Graphique 5b
Royaume-Uni : taux de base BOE, inflation et prix des maisons

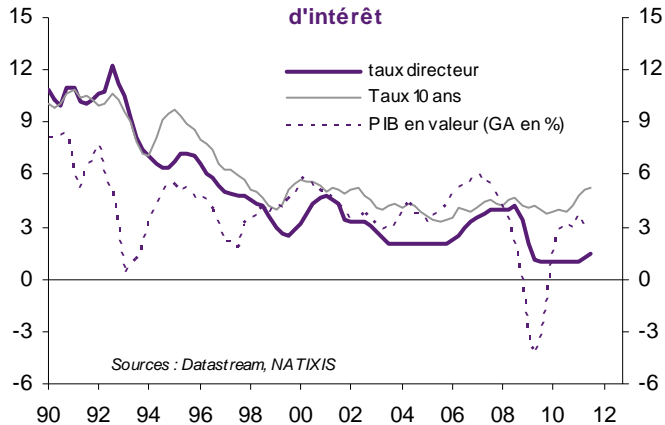


Graphique 5c
Royaume-Uni : taux 10 ans, inflation et prix des maisons



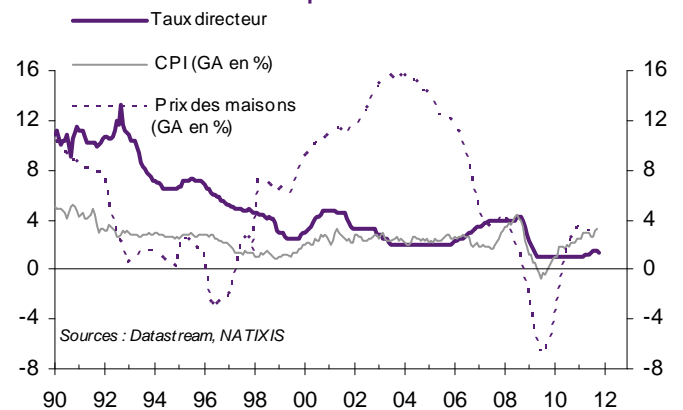
Graphique 6a

Zone euro hors Allemagne : PIB valeur et taux d'intérêt



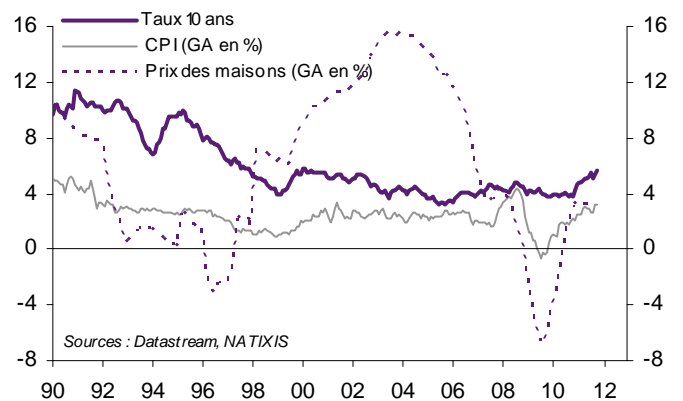
Graphique 6b

Zone euro hors Allemagne : taux directeur, inflation et prix des maisons



Graphique 6c

Zone euro hors Allemagne : taux 10 ans, inflation et prix des maisons



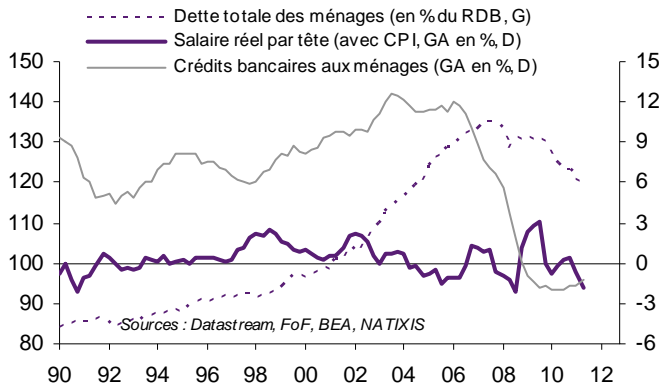
La politique monétaire anormalement expansionniste joue donc clairement un rôle.

2. Compensation du revenu des ménages ?

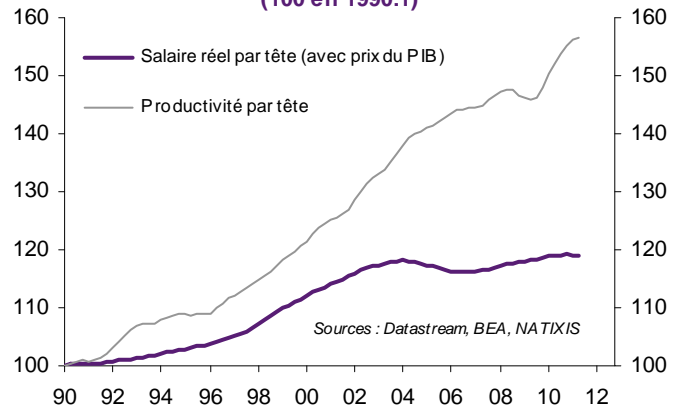
L'idée est ici la suivante : **si les salaires ralentissent, les ménages peuvent désirer conserver la croissance antérieure de leur dépense** (consommation, achats de logements), **et donc substituer de l'endettement aux revenus salariaux qui leur manquent**. Ceci peut se produire à l'occasion d'une déformation du partage des revenus au détriment des salariés.

Le partage des revenus se déforme au détriment des salariés à partir de 1999 aux Etats-Unis (graphiques 7a/b), la croissance de la demande des ménages restant forte (**graphique 7c**). La déformation du partage des revenus au détriment des salariés n'a lieu qu'en 1993-1996 au Royaume-Uni (**graphiques 8a/8b**), ce qui affaiblit bien la consommation (**graphique 8c**). Elle converge en 1994 dans la zone euro hors Allemagne, sans affecter la demande des ménages (**graphiques 9a/b/c**).

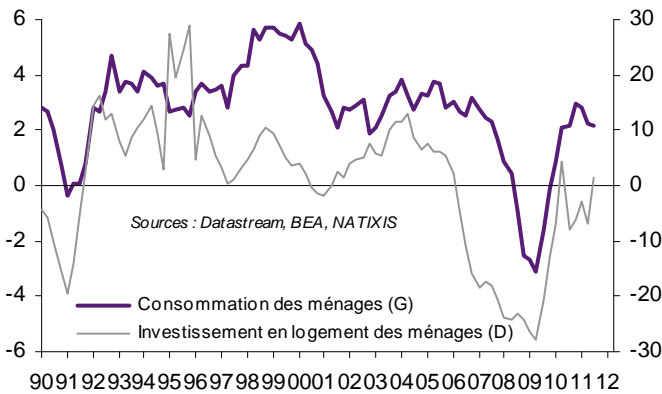
Graphique 7a
Etats-Unis : salaires, crédits et dette des ménages



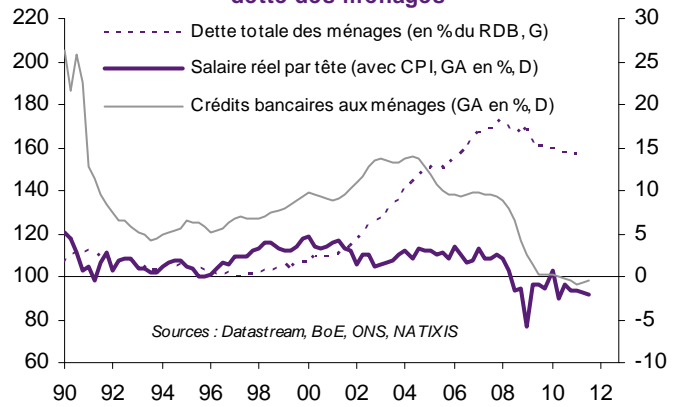
Graphique 7b
Etats-Unis : salaire réel et productivité par tête (100 en 1990:1)



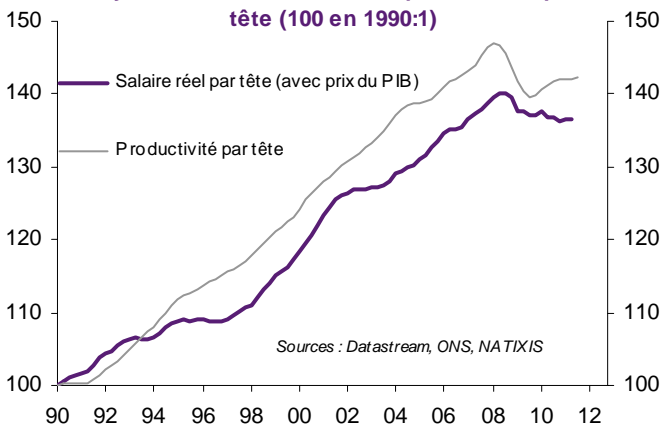
Graphique 7c
Etats-Unis : consommation et investissement des ménages (volume, GA en %)



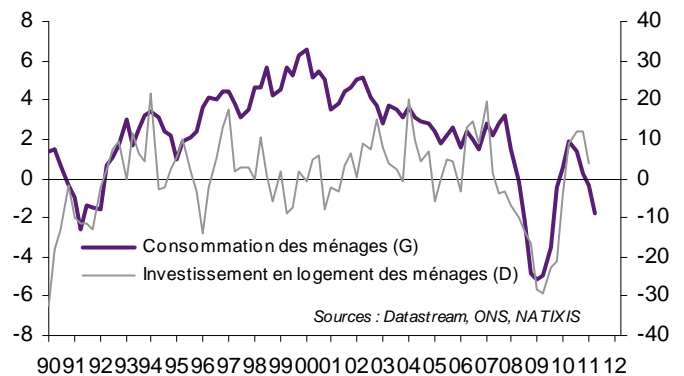
Graphique 8a
Royaume-Uni : salaires, crédits et dette des ménages



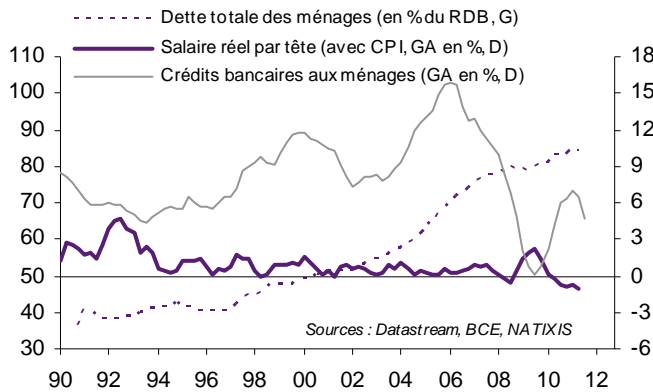
Graphique 8b
Royaume-Uni : salaire réel et productivité par tête (100 en 1990:1)



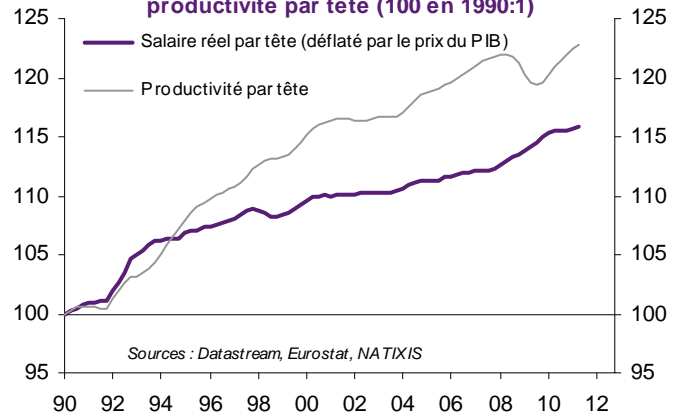
Graphique 8c
Royaume-Uni : consommation et investissement des ménages (volume, GA en %)



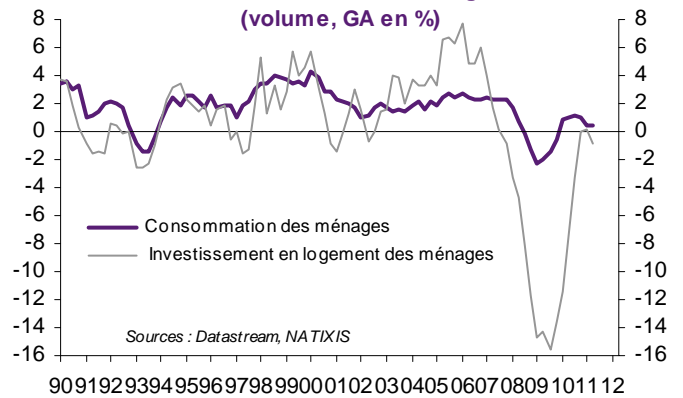
Graphique 9a
Zone euro hors Allemagne : salaires, crédits et dette des ménages



Graphique 9b
Zone euro hors Allemagne : salaire réel et productivité par tête (100 en 1990:1)



Graphique 9c
Zone euro hors Allemagne : consommation et investissement des ménages (volume, GA en %)



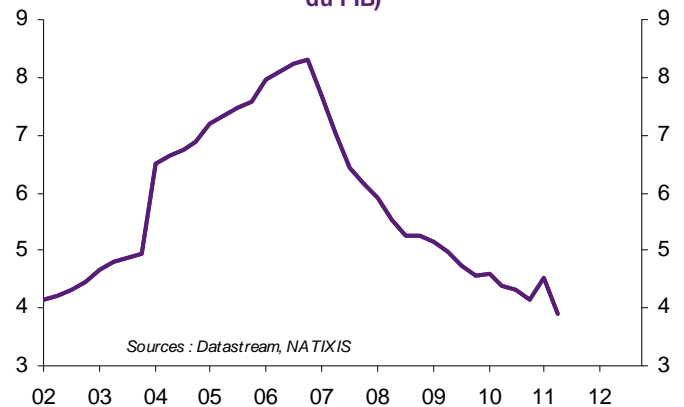
Aux Etats-Unis dans la zone euro, mais pas au Royaume-Uni, il y a bien eu substitution du crédit aux ménages aux salaires.

3. Comportement des banques ?

On sait qu'ont favorisé le développement du crédit (essentiellement aux ménages), particulièrement aux Etats-Unis :

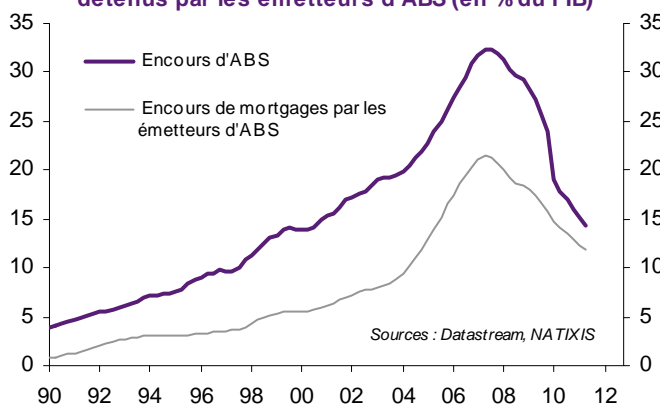
- la création des crédits subprimes (graphique 10), faite à des ménages à revenu faible en utilisant la valeur de la maison achetée comme collatéral ;

Graphique 10
Etats-Unis : encours de crédits subprime (en % du PIB)

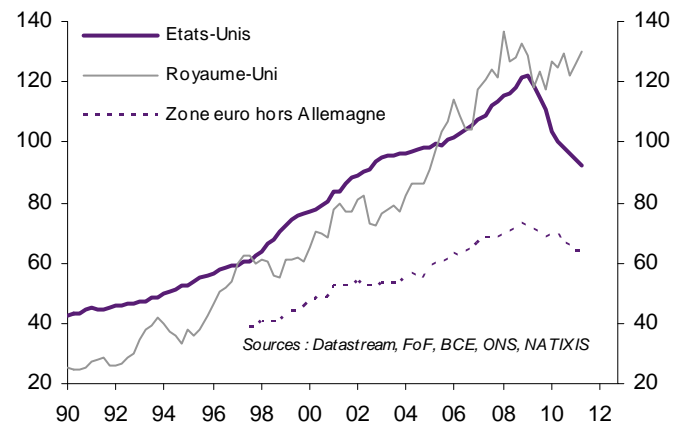


- la **titrisation**, qui a permis de sortir les crédits immobiliers des bilans des banques (**graphique 11a**) ;
- le **levier d'endettement des banques** (**graphique 11b**).

Graphique 11a
Etats-Unis : Encours d'ABS et des mortgages détenus par les émetteurs d'ABS (en % du PIB)



Graphique 11b
Dettes des banques (en % du PIB)



Mais nous nous demandons **si les banques ont essayé d'accroître l'offre de crédit aux ménages, de gagner des parts de marché sur ce marché, des crédits aux ménages.**

Si c'est le cas, on doit voir **une baisse des marges de taux d'intérêt faites sur les crédits**, parallèlement à la hausse de l'endettement du secteur privé.

Ceci ne s'observe pas sur la période 1998-2007 aux États-Unis ou au Royaume-Uni, mais s'observe de 2002-2007 dans la zone euro (graphiques 12a/b/c).

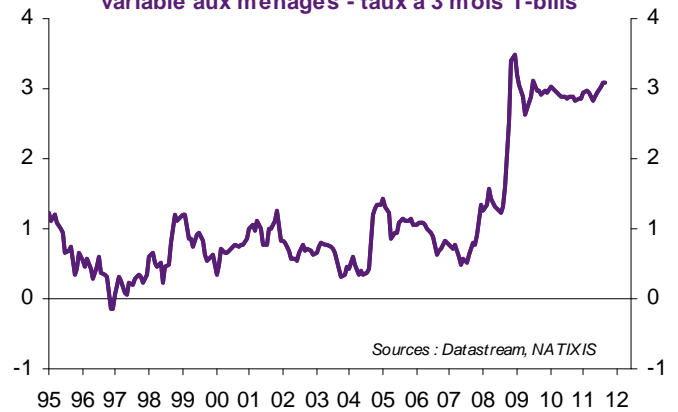
Graphique 12a

Etats-Unis : marges de taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe des ménages



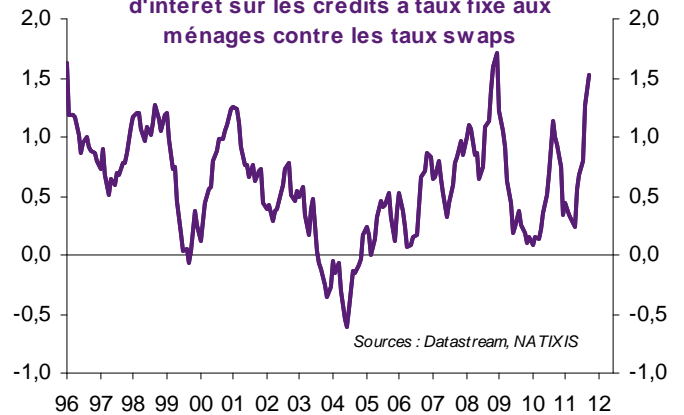
Graphique 12b

Royaume-Uni : écart des taux de crédit à taux variable aux ménages - taux à 3 mois T-bills



Graphique 12c

Zone euro hors Allemagne : marge de taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux ménages contre les taux swaps



Synthèse : Quelle est l'explication dominante ?

On a observé aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro hors Allemagne, une accélération de la distribution de crédit au secteur privé à partir de 1998 ?

Doit-on surtout l'attribuer :

- aux politiques monétaires trop expansionnistes ? Oui dans les trois pays ;
- à la substitution du crédit aux revenus salariaux des ménages ? Oui aux Etats-Unis et dans la zone euro hors Allemagne ;
- à la politique de développement du crédit des banques ? Oui dans la zone euro.

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne acceptée d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA.