



II / Dette et croissance

*Benjamin Carton**

La croissance des pays développés au cours des trente dernières années s'est accompagnée d'une hausse de l'endettement des agents non financiers. Selon le pays, l'agent qui a le plus contribué à la hausse de l'endettement (l'État, les ménages ou les entreprises non financières) diffère. Mais le phénomène d'endettement est bien général ainsi qu'un des principaux moteurs de cette dynamique : le développement hors de proportion des activités financières (voir le chapitre III).

Quelle est la nature du lien entre la croissance de l'activité économique et celle de l'endettement ? Le phénomène de désendettement est-il nécessairement accompagné d'une faible croissance ? Quelles politiques peuvent être envisagées pour accompagner le désendettement ?

Trente ans de dette dans les pays développés

Une rapide expansion de la dette avant la grande récession de 2008-2009

La dette des agents non financiers dans les pays développés a considérablement augmenté depuis le début des années 1980. Le Japon et l'Allemagne ont eu des cycles d'endettement privé décalés par rapport aux autres pays développés, mais les deux

* Benjamin Carton est économiste au CEPII.

pays n'échappent pas à la tendance commune de hausse de l'endettement.

Au Japon, le cycle d'endettement s'est développé tout au long des années 1980. Les dettes des entreprises comme celles des ménages ont augmenté au rythme moyen de 9 % par an pendant dix ans tandis que la croissance nominale du PIB était de 6 % en moyenne. À la suite de la crise financière majeure du début des années 1990 et de l'éclatement de la bulle immobilière, c'est la dette publique qui a explosé dans ce pays pour atteindre aujourd'hui plus de 200 points de PIB (graphique 1).

En Allemagne, le boom économique lié à la réunification a conduit à une hausse rapide de la dette des agents non financiers (autour de 6,5 % en moyenne alors que le PIB nominal croissait deux fois moins vite). La dette s'est stabilisée à partir du début des années 2000 et celle des ménages a même sensiblement baissé.

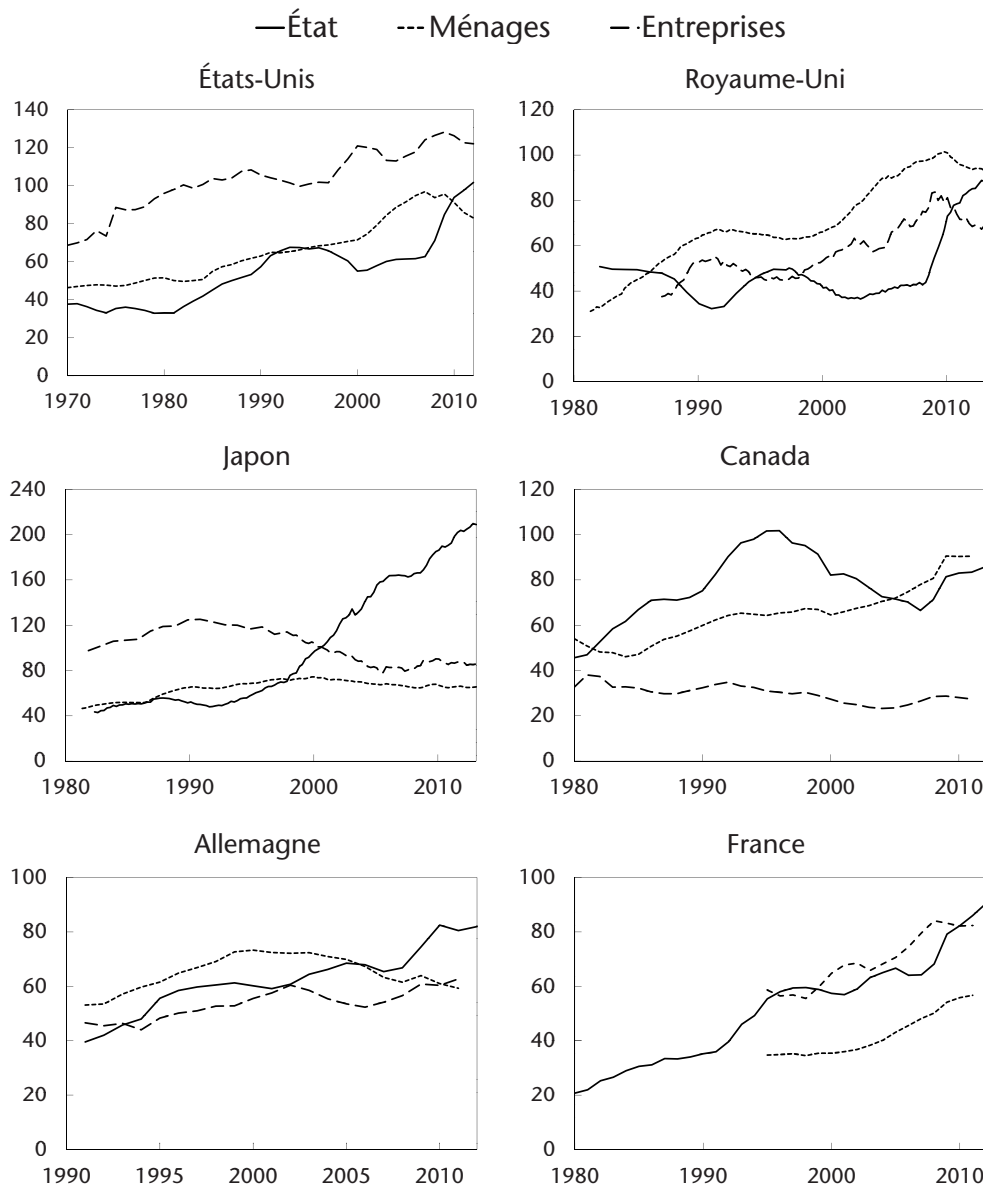
Le Canada a vu la dette des ménages croître de façon continue au cours des trente dernières années, mais s'est surtout illustré par une très forte augmentation de la dette publique jusqu'en 1995 (plus de 100 points de PIB). Le pays a alors drastiquement diminué son déficit public, ce qui a permis de ramener la dette publique de 100 à 70 points de PIB, niveau atteint juste avant la grande récession mondiale de 2008-2009. Le plan de stabilisation a été mis en place dans un contexte international porteur (la demande domestique américaine augmentait de 4,5 % par an en moyenne entre 1995 et 2000) et s'est accompagné d'une baisse des taux d'intérêt et d'une dépréciation du taux de change, limitant ainsi les aspects récessifs liés au désendettement public.

Aux États-Unis, la dette des ménages et celle de l'État ont crû en moyenne de 8,5 % par an (7,3 % pour les entreprises) entre 1980 et 2007 alors que le PIB nominal n'augmentait que de 6 % en moyenne au cours de la même période. Le ratio de dette des ménages sur PIB est ainsi passé de 50 % à 100 %.

Les phénomènes sont très comparables au Royaume-Uni, où la dette des ménages est passée de 30 points à plus de 100 points de PIB au cours de la même période et la dette des entreprises non financières de 40 à 80 points de PIB. La dette publique a, par comparaison, été beaucoup plus stable (autour de 50 points de PIB jusqu'à 2007).

En France, la dette des trois agents non financiers connaît aussi une hausse régulière d'environ 6 % par an alors que le PIB nominal augmente en moyenne de 3 % par an sur la période.

Graphique 1. Ratios de dette sur PIB dans quelques pays développés



Sources: OCDE et U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

Des ajustements inégaux entre 2009 et 2012

La crise économique de 2008-2009 a conduit à une hausse très rapide de la dette publique dans tous les pays développés. L'effet mécanique de la baisse des rentrées fiscales et de la hausse des prestations (les stabilisateurs automatiques) s'est accompagné de plans de relance et de mesures de soutien au secteur financier parfois très coûteux pour les finances publiques (Irlande, Royaume-Uni, États-Unis, Espagne, etc.).

Les ménages et les entreprises ont à l'inverse réduit leur désendettement, l'ampleur de l'ajustement variant selon les pays. Aux États-Unis, la dette nominale des ménages a baissé de 5 % entre 2008 et 2012 tandis que le PIB nominal augmentait de 10 % au cours de la même période. Le ratio dette sur PIB a donc sensiblement baissé. Des évolutions analogues ont eu lieu au Royaume-Uni.

Au Japon, le désendettement des ménages et des entreprises ayant été très sensible tout au long de la précédente décennie, la dette s'y est stabilisée depuis 2007. Au Canada, les agents privés ont aussi globalement cessé de s'endetter. La stabilisation est aussi visible en Allemagne et en France. Il ne semble pas y avoir de lien entre le rythme auquel les agents privés se désendettent depuis 2009 et le taux de croissance de l'économie. Ainsi, les États-Unis ont opéré un désendettement privé substantiel, mais ont toutefois enregistré des taux de croissance supérieurs à ceux de l'Allemagne, un des « meilleurs élèves » de la zone euro. Pourtant, la dynamique de désendettement apparaît comme la plus grande entrave à la croissance économique des pays développés au cours de notre décennie.

Le lien entre croissance et endettement

Le lien entre croissance économique et endettement est double : à court terme, une augmentation de l'endettement soutient la demande domestique et la croissance. Les cycles d'endettement et de désendettement sont donc corrélés avec le cycle économique. À plus long terme, un niveau d'endettement trop élevé entrave le potentiel de croissance.

Demande intérieure et cycle d'endettement

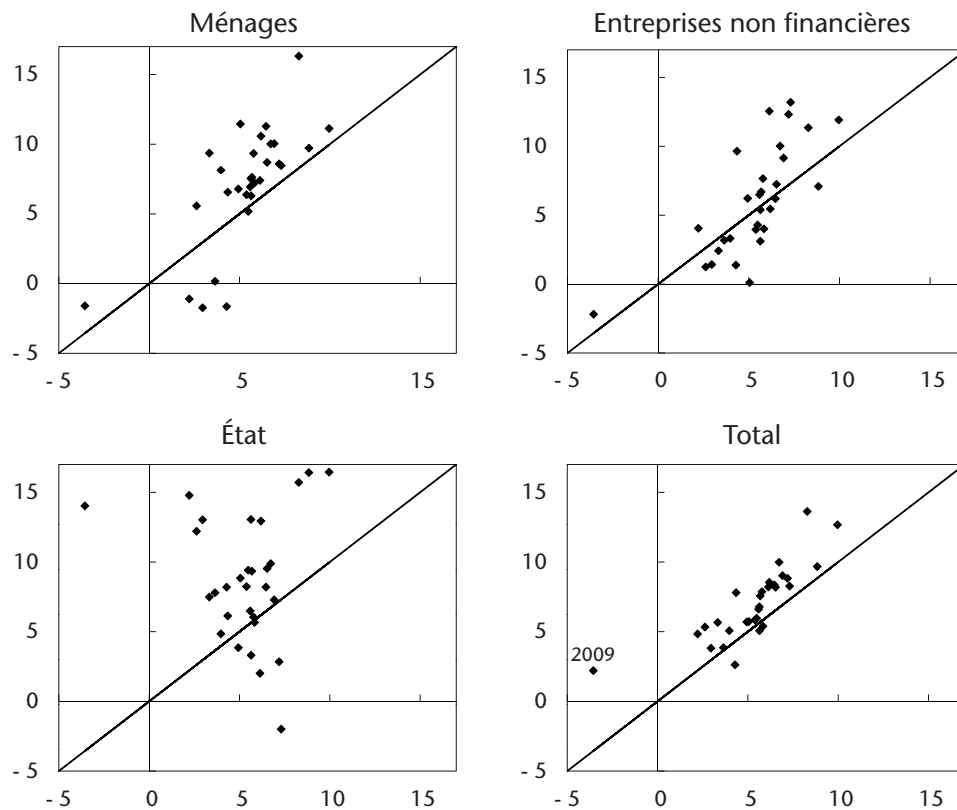
Les périodes de forte croissance sont aussi des périodes de hausse de l'endettement et les périodes de croissance plus faible s'accompagnent d'un endettement plus mesuré. Afin de ne pas perturber la relation par les évolutions cycliques de l'inflation, nous restreignons l'étude à la période de « grande modération » où l'inflation était faible et stable (après 1983 aux États-Unis et après 1991 pour les pays de l'actuelle zone euro) et l'on considère toutes les variables en valeur nominale.

Aux États-Unis, le lien est très serré entre taux de croissance de l'endettement total et taux de croissance de la demande

domestique (graphique 2). Que l'on considère la dette des ménages, des entreprises non financières ou de l'État, son taux de croissance est en moyenne supérieure au taux de croissance de la demande domestique (les points sont en moyenne au-dessus de la première bissectrice dans le graphique 2). Cela manifeste la hausse tendancielle des ratios d'endettement au cours du temps. Par ailleurs, la corrélation entre la croissance de l'endettement total et celle de la demande domestique est assez élevée, plus grande que la corrélation obtenue avec chacune des dettes des agents pris séparément (les ménages, les entreprises non financières ou l'État). Enfin, la seule année où la demande domestique nominale américaine a diminué dans l'échantillon, l'année 2009, la relation stable entre croissance de la dette et croissance de la demande domestique valable pour toutes les autres années semble disparaître : la dette totale augmente de 2 % alors qu'elle devrait baisser de 4 % selon cette relation.

Graphique 2. Taux de croissance annuel de la demande domestique (abscisse) et de la dette par secteur (ordonnée) aux États-Unis, 1983-2012

(en %)



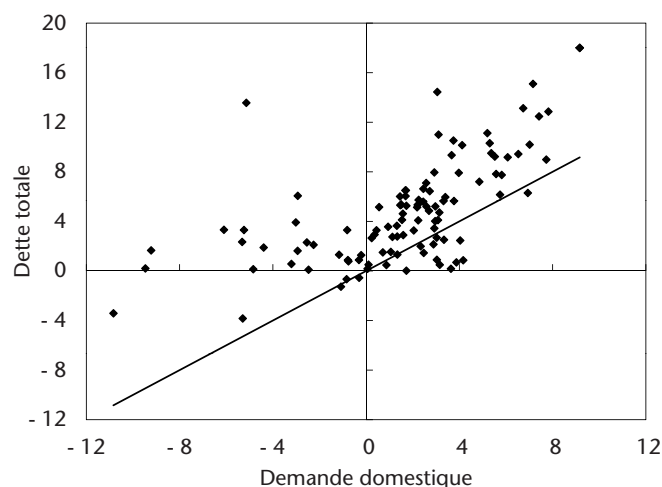
Source: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Au vu de ces chiffres, les périodes de récession (baisse du PIB réel) particulièrement forte, car s'accompagnant d'une baisse de la demande domestique nominale, ne semblent pas être des périodes de désendettement de l'économie. Cependant, les États-Unis n'ayant connu sur la période considérée qu'un seul épisode de ce type, aucune inférence statistique n'est possible. Pour évaluer une éventuelle asymétrie entre périodes de hausse et périodes de baisse de la demande domestique, les pays de la zone euro offrent un meilleur objet d'étude. Il apparaît dans leur cas une rupture très significative de la relation entre variation de l'endettement total et variation de la demande domestique selon que la demande domestique augmente ou diminue (graphique 3).

L'interprétation de cette asymétrie est délicate. Dans les périodes de croissance, l'activité est soutenue par la demande domestique et l'endettement des agents. Lors des périodes de forte récession, les agents souhaitent se désendetter ou sont contraints de le faire. Mais la baisse de revenu que cette chute de la demande domestique entraîne limite le désendettement. Pour mieux caractériser ce processus, nous distinguons les endettements des trois agents non financiers : les ménages, les entreprises et l'État.

En zone euro, lorsque la demande intérieure augmente, l'endettement des ménages (principalement pour l'immobilier) et, dans une moindre mesure, l'endettement des entreprises sont

Graphique 3. Taux de croissance annuel de la demande domestique et de la dette totale dans les pays de la zone euro, 2001-2011
(en %)



Source: Ameco.

très sensibles au taux de croissance : 1 point de croissance en plus s'accompagne de 1,5 point de croissance supplémentaire de la dette des ménages.

L'endettement de l'État est, lui, insensible au taux de croissance lorsque celle-ci est positive : que la demande domestique augmente de 2 %, 4 % ou 6 %, la dette de l'État va croître toujours au même rythme. Bien sûr, une croissance plus forte va entraîner une baisse du ratio dette sur PIB. Mais cette baisse est purement mécanique et s'explique par une hausse plus forte du dénominateur et non de façon active par un changement du numérateur.

En période de récession, les ménages se désendettent (ce qui ne semble pas être le cas des entreprises). La baisse de la croissance qui en résulte conduit à une hausse de la dette publique d'autant plus forte que la récession est sévère (tableau 1), ce qui se manifeste par une élasticité apparente élevée.

Tableau 1. Élasticité apparente de la croissance de l'endettement à la croissance de la demande domestique selon le régime de croissance

Zone	États-Unis 1983-2012		Pays de la zone euro 2000-2012	
	Hausse	Hausse	Hausse	Baisse
Évolution de la dépende domestique				
Ménages	1,5	1,5	1,5	0,6
Entreprises	1,5	1,1	1,1	n.s.
État	n.s.	n.s.	n.s.	1,3
Ensemble de l'économie	1,2	0,8	0,8	n.s.

Note : lorsque le taux de croissance de la demande domestique augmente de 1 point relativement à une situation de référence, l'endettement des ménages augmente de 1,5 point de plus ; n. s. : non significatif.

Ces élasticités apparentes, qui ne prouvent encore aucune relation causale, suggèrent toutefois que, en zone euro, l'endettement des ménages est à l'origine de la hausse de la demande domestique dans les périodes de croissance (l'élasticité est la plus forte, atteignant 1,5) et son désendettement, la cause de la baisse de la demande (l'élasticité est alors de 0,6). L'endettement des entreprises a eu un comportement un peu moins cyclique (élasticité de 1,1 en croissance et non significativement différente de zéro en récession) tandis que la dette de l'État n'est pas du tout contra-cyclique en période de croissance, mais l'est fortement en période de chute de la demande privée. Le rôle respectif de l'endettement des ménages et des entreprises en période

de croissance est plus équilibré aux États-Unis, mais on retrouve dans ce pays la même neutralité de la dette publique dans les périodes de croissance et sa contra-cyclicité en période de forte récession.

Le lien très fort et asymétrique entre croissance de la demande domestique et endettement des agents privés (en particulier des ménages) dans les pays développés fait courir le risque d'une période prolongée de très faible croissance accompagnant le désendettement.

Une croissance peu équilibrée

La période qui a débuté au début des années 1980 et qui est caractérisée par un niveau faible et stable de l'inflation et un cycle économique plus maîtrisé (un moins grand nombre de récessions) est qualifiée de « grande modération ». Une caractéristique qui a été moins commentée est le fort « contenu en dette » de cette croissance : en moyenne, 1 % de croissance nominale s'accompagne de 1,15 % de dette supplémentaire. Cette croissance n'est donc pas équilibrée (sur un sentier de croissance équilibré, la dette et le revenu nominal augmentent au même rythme).

Avant la crise financière de 2007-2008, deux thèses tentaient d'interpréter ce résultat. La première, optimiste, insiste sur des facteurs structurels, comme une amélioration de l'efficacité du système financier ou un allongement du cycle de vie, pouvant conduire à une hausse du ratio de dette sur PIB de long terme : c'est parce que l'on passe progressivement d'un équilibre soutenable avec peu de dette à un autre équilibre soutenable avec plus de dette que le ratio peut augmenter au cours du temps. La seconde thèse, plus alarmiste, y voit une dérive incontrôlée de l'endettement et une croissance dopée à la dette. Les conséquences de la crise économique de 2008-2009 et l'analyse sur longue période apportent plutôt des éléments en faveur de la seconde thèse : la hausse des ratios d'endettement portait un processus non soutenable.

Les élasticité apparentes présentées dans le tableau 1 apportent un nouvel élément en faveur de la thèse plus alarmiste. Non seulement l'augmentation de la dette est plus forte que l'augmentation de la demande domestique en moyenne (*i.e.* le ratio dette sur revenu augmente tendanciellement), mais encore ce sont les années où la demande augmente le plus que ce ratio augmente : la hausse du ratio n'est pas indépendante du cycle de l'endettement.

Le caractère non soutenable de l'endettement accroît d'autant les risques au moment de la phase de désendettement. D'une part, lorsque les agents privés (ménages et entreprises) cherchent à se désendetter, la dette publique prend le relais, ce qui fait que le désendettement net est faible, voire inexistant. De plus, la baisse de la croissance qui résulte des efforts individuels des ménages et des entreprises pour se désendetter peut être si forte qu'elle empêche le désendettement privé : ces efforts se révèlent contre-productifs.

Trop de dette (privée) tue la croissance

Une série de travaux effectués à la suite de l'article de Reinhart et Rogoff [2010] n'a pas permis d'établir de causalité entre niveau de la dette publique et croissance [Panizza et Presbitero, 2013]. Pourtant, les arguments théoriques en faveur d'un tel lien restent pertinents : une dette plus élevée conduit à une plus forte taxation, ce qui décourage le travail et l'innovation, à une réduction de l'investissement public et à un détournement de l'épargne privée, ce qui réduit aussi l'investissement privé. De plus, si le niveau de la dette publique accroît le risque perçu de défaut de l'État, cela peut provoquer une crise de liquidité sur les marchés financiers accompagnée d'une hausse massive des taux d'intérêt dommageable pour la croissance.

La discussion du lien entre dette publique et croissance a peut-être éclipsé l'étude plus systématique du lien entre dette en général et croissance. Si une dette publique trop importante peut être un frein à la croissance, une dette des ménages ou des entreprises non financières trop élevée peut aussi limiter la croissance économique (voir le chapitre III pour la discussion du lien entre le cycle de la dette du secteur financier et la croissance).

Lorsque la dette des ménages atteint un niveau qu'eux-mêmes ou leurs créanciers jugent excessif, ces ménages vont augmenter leur taux d'épargne en réduisant leur consommation et leur investissement résidentiel. Dans tous les cas, la demande domestique sera substantiellement réduite. Un excès d'endettement peut se résorber avec des coûts limités pour la croissance à condition qu'un ajustement des comportements d'épargne ait lieu du côté des agents trop endettés et, simultanément, du côté de leurs créanciers, c'est-à-dire *in fine* d'autres ménages domestiques ou des ménages étrangers. L'équilibre macroéconomique repose donc sur une modification des comportements au sein

d'une économie et entre différentes économies. Le rééquilibrage est facilité s'il est accompagné par un ajustement du taux d'intérêt au sein d'un même pays (afin de convaincre les ménages les moins endettés de réduire leur taux d'épargne) et du taux de change entre différentes économies (afin que les revenus d'exportation permettent de réduire l'endettement externe).

Au sein d'un même pays, les taux d'épargne et les taux d'endettement diffèrent entre les générations (les ménages plus âgés ont une dette faible et un patrimoine accumulé important) et entre les déciles de revenu (les ménages les plus riches ont un taux d'épargne plus élevé et plus de patrimoine). La hausse du taux d'endettement des ménages aux États-Unis a ainsi été en partie expliquée par la montée des inégalités [Cynamon et Fazzari, 2008]. Les ménages excessivement endettés étant concentrés sur les déciles de revenu les plus faibles et étant aussi les plus susceptibles de connaître un épisode de chômage en cas de crise économique, c'est aux ménages plus aisés, qui ont un taux d'épargne structurellement élevé, d'accroître leur propre demande au cours de la phase de désendettement.

Pour que l'ajustement des taux d'épargne pèse le moins possible sur la croissance, un ajustement entre pays est aussi souhaitable : il passe par une augmentation de la demande intérieure des pays ayant des excédents courants. La baisse des taux d'intérêt mondiaux et l'appréciation du taux de change réel des pays en excédent sont les deux canaux les plus efficaces pour obtenir ce résultat.

Si ces ajustements sont entravés, le coût pour la croissance est plus fort et plus durable. Ces entraves apparaissent en particulier lorsque le taux de change réel ne peut s'ajuster rapidement (comme à l'intérieur de la zone euro) ou lorsque les comportements d'épargne des ménages sont très rigides. Dans ce cas, il faut une baisse très forte du taux d'intérêt réel pour compenser la ré-épargne des ménages endettés, et cette baisse peut buter sur la contrainte des taux d'intérêt nuls. Comme ces deux inconvénients s'ajoutent en zone euro, il est prévisible que la dette des ménages y soit très dommageable à la croissance.

Des entreprises trop endettées risquent de se heurter à des contraintes de financement, en particulier pour la R&D ou pour se développer sur de nouveaux marchés, ce qui réduit la croissance potentielle. Tandis que l'endettement excessif des ménages

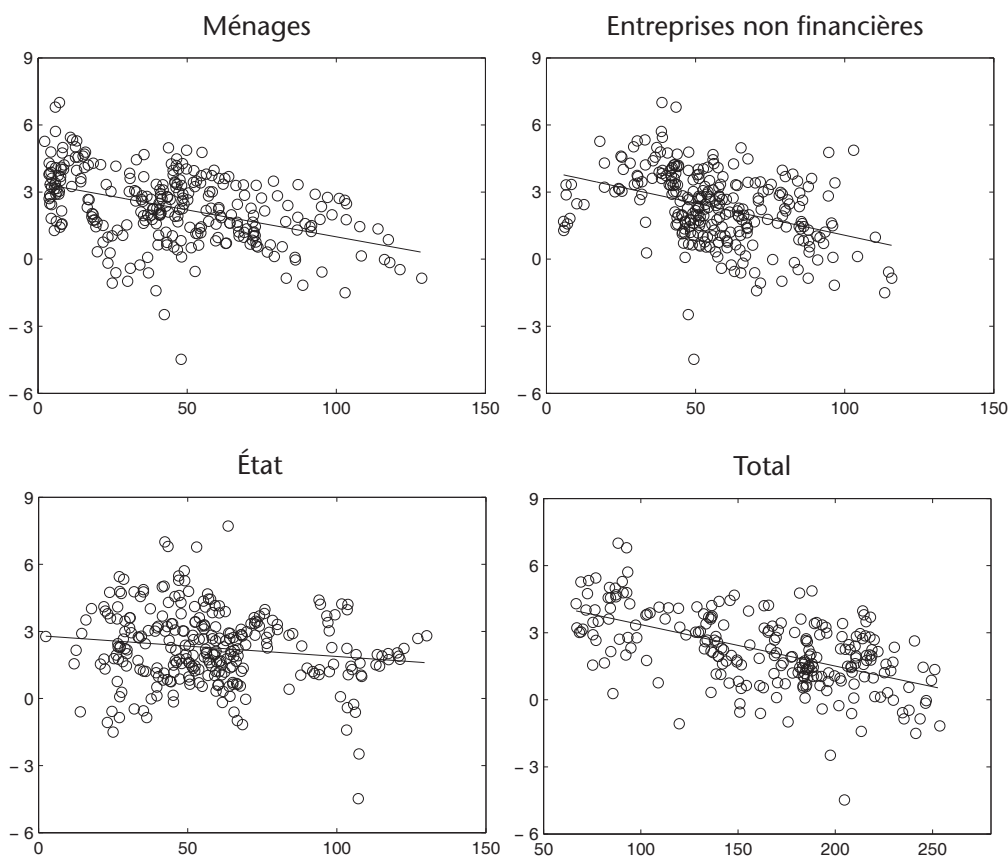
pèse principalement sur la demande, celui des entreprises pèse aussi sur l'offre.

Cette analyse est confirmée statistiquement dans le cas des pays de la zone euro.

Une illustration dans le cas de la zone euro

Nous présentons les résultats d'une régression mesurant l'effet du niveau de la dette publique, de la dette des ménages et de celle des entreprises non financières sur le taux de croissance moyen des cinq années suivantes (graphique 4). Un niveau de dette supérieur diminue en moyenne la croissance future, mais l'effet est plus élevé pour la dette des ménages que pour celle de l'État ou des entreprises.

Graphique 4. Niveau de dette par secteur et croissance dans les pays de la zone euro (1991-2012)



Note : chaque point représente, pour une année et un pays donné, le ratio dette sur PIB en pourcentage (abscisse) et le taux de croissance annuel moyen des cinq années suivantes en pourcentage (ordonnée).

Source : OCDE, calculs de l'auteur.

En zone euro, c'est la dette totale des agents non financiers qui prédit le niveau de la croissance future, et non la seule dette publique. La dette des ménages est même plus déterminante que la dette publique à cet égard. Pour prendre en compte cette asymétrie entre les dettes des agents non financiers, on pourrait recourir à la règle simple suivante : le ratio d'endettement qui explique le mieux la croissance future est celui qui pondère les ratios d'endettement des ménages, de l'État et des entreprises à respectivement 50 %, 25 % et 25 %. Selon notre estimation, faire passer 10 points de PIB de dette des ménages en dette publique permet d'augmenter la croissance de 0,1 % en moyenne les cinq années suivantes !

Comment limiter l'effet du désendettement sur la croissance économique ?

Tout processus de désendettement produit une baisse de la demande intérieure et une baisse de la croissance à court terme. Un niveau de dette totale élevé conduit à une baisse de la croissance à moyen terme. Ces deux constats ne permettent pas d'être optimistes sur la croissance future dans les pays développés et surtout en zone euro. De quels instruments la politique économique dispose-t-elle pour éviter une longue période de stagnation lors du processus de désendettement ?

Le rôle de la politique monétaire

Éviter un désendettement contre-productif doit être la priorité des politiques macroéconomiques. Du côté de la politique monétaire, le ciblage d'inflation devrait être abandonné au profit d'une cible de croissance du revenu domestique en valeur (voir le chapitre III). Le stock de dette est, par nature, une grandeur nominale. Pour éviter que la dette passée soit de plus en plus lourde à rembourser, il faut garantir le revenu nominal des agents. La politique monétaire contribue alors à limiter le risque d'un cercle vicieux keynésien entre baisse du revenu et baisse des dépenses [Sheedy, 2013].

Une cible de croissance du revenu nominal laisse le niveau des prix (le déflateur du PIB plus précisément) augmenter davantage lorsque le PIB réel ralentit. La croissance du revenu nominal permet d'éviter une hausse du ratio d'endettement des agents.

Un tel principe ne peut toutefois pas être suivi en toutes circonstances. Certains chocs inflationnistes réduisent en même temps le déflateur du PIB. C'est le cas des hausses des prix de l'énergie (une partie de l'énergie étant importée, une hausse de son prix diminue le prix de la valeur ajoutée). Maintenir le revenu nominal obligerait la Banque centrale à créer de l'inflation supplémentaire, ce qui pourrait déstabiliser le niveau de l'inflation et augmenter le niveau des taux d'intérêt à long terme. Pour répondre à cette critique légitime, une cible de PIB nominal, dans la période actuelle de désendettement, de faible croissance et de taux de chômage élevé, pourrait être adoptée de façon transitoire : les risques d'une inflation élevée sont dans une telle situation très limités. La mise en œuvre de cette politique monétaire nécessite l'appui de l'arme budgétaire.

Le rôle de la politique budgétaire

Historiquement, les périodes de désendettement du secteur privé s'accompagnent d'une hausse de l'endettement du secteur public. Cette hausse est mécanique car elle résulte, à fiscalité constante, d'une baisse des rentrées fiscales et d'une augmentation des prestations sociales. Il n'y a pas de cas de désendettement public en période de désendettement privé. L'expérience des pays de la zone euro ayant bénéficié d'une aide financière en échange d'un programme de réduction du déficit public montre que tout effort supplémentaire de désendettement est bien contre-productif.

La notion fondamentale est celle de rythme de désendettement public contingent au rythme de désendettement privé. La politique budgétaire américaine est un exemple d'application de ce principe : c'est seulement lorsque les ménages ont cessé de réduire leur endettement (au début de l'année 2013) que le gouvernement a procédé à des coupes dans les dépenses et à une hausse des impôts. Bien que le calendrier budgétaire ait sans doute été plus dépendant des laborieuses négociations au Congrès que d'un *fine tuning* (gestion au millimètre), cet heureux hasard a montré que la consolidation budgétaire est beaucoup moins douloureuse pour la croissance lorsqu'elle a lieu en dehors du cycle de désendettement du secteur privé.

L'articulation des politiques monétaire et budgétaire est le pivot d'une stratégie de désendettement. En modulant le rythme de la

consolidation budgétaire au rythme de désendettement privé, la politique budgétaire permet de soutenir l'objectif de revenu nominal de la Banque centrale. L'objectif de revenu nominal et le désendettement contingent garantissent conjointement la soutenabilité de la dette publique. En effet, si le désendettement public est moins appuyé aujourd'hui, c'est parce que le désendettement privé se fait à un rythme soutenu, ce qui donnera à l'avenir des marges de manœuvre à la politique budgétaire pour ajuster plus rapidement.

L'articulation des politiques budgétaire et monétaire dans le cas de la zone euro est particulièrement délicate dans la mesure où la Banque centrale ne peut fixer une cible de PIB nominal que pour la zone euro dans son ensemble et non pour chacun des pays. Un pays manifestement surévalué, comme la Grèce, aura une hausse du revenu nominal plus faible tandis qu'un pays sous-évalué, comme l'Allemagne, aura une hausse du revenu nominal plus élevée.

Favoriser le désendettement des ménages

La dette des ménages est celle qui pèse le plus sur la croissance future. De quels outils l'État dispose-t-il pour aider leur désendettement ? Les règles des hypothèques aux États-Unis permettent aux ménages surendettés, par l'achat d'une maison qui a ensuite perdu de sa valeur, de rendre l'hypothèque et la maison à la banque. Ce désendettement « minute » des ménages a comme contrepartie des pertes du secteur financier. Mais le coût social est réduit dans la mesure où le secteur financier bénéficie des conditions de financement exceptionnelles de la Banque centrale et d'une recapitalisation par fonds publics si nécessaire. Ce mécanisme de transfert de dette a été l'un des facteurs expliquant la baisse de l'endettement des ménages américains entre 2008 et 2012. Un tel système n'existe pas en Europe, ou pas de façon aussi développée. Des aides ciblées aux ménages surendettés (parce que leur richesse nette est négative ou que leur ratio d'endettement sur revenu est trop élevé) permettraient d'accompagner le désendettement des ménages et d'éviter que le poids de la dette soit reconduit d'année en année. De telles aides soulèvent des questions d'équité. Pourquoi, au même niveau de revenu ou de richesse financière, avantager des ménages qui se sont endettés dans le passé par rapport à ceux qui ne l'ont pas fait ? Elles ont

toutefois été mises en place, à faible échelle, aux États-Unis et en Espagne notamment [FMI, 2012].

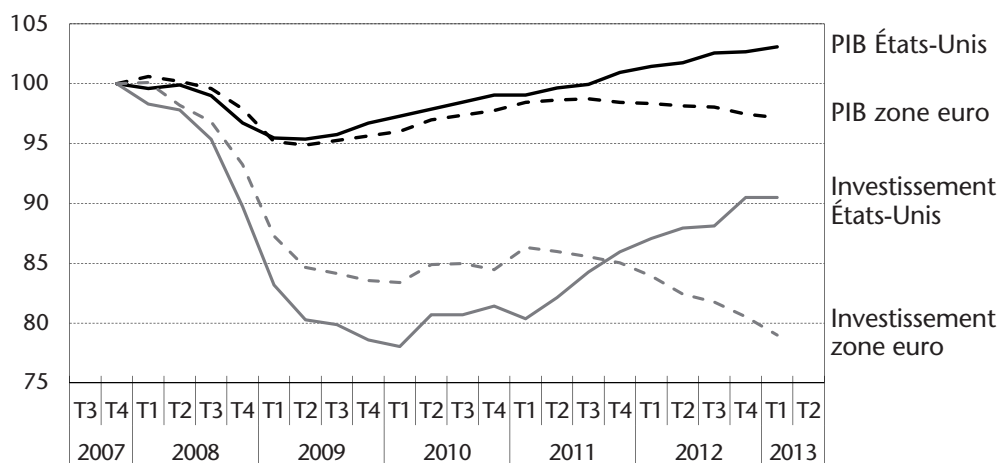
limiter les contraintes financières des entreprises

Dans un régime où les ménages se désendettent et où l'État règle son propre désendettement sur celui des ménages, la source principale de croissance repose sur les entreprises. Identifier et limiter les freins à l'investissement devrait être la tâche principale des politiques économiques. Cette question n'est pas nouvelle, mais elle se pose aujourd'hui avec une plus grande acuité.

La comparaison du comportement de l'investissement total aux États-Unis et en zone euro permet de mesurer les difficultés de cette dernière (graphique 5). En zone euro, l'investissement est reparti à la hausse tout au long de l'année 2010, mais un arrêt brutal est intervenu au début de l'année 2011. À l'inverse, le dynamisme retrouvé de l'investissement aux États-Unis s'est poursuivi et même accéléré. Il est venu en premier lieu des entreprises (à un rythme de croissance régulier de 7,5 % par an depuis 2010) puis, à partir de la fin 2011, des ménages avec le redémarrage de l'investissement résidentiel, même si son niveau reste encore très en deçà de celui d'avant crise (graphique 6). Début 2013, l'investissement non résidentiel a retrouvé aux États-Unis ses niveaux d'avant la crise de 2008-2009.

Graphique 5. PIB et investissement aux États-Unis et en zone euro (2007-2013)

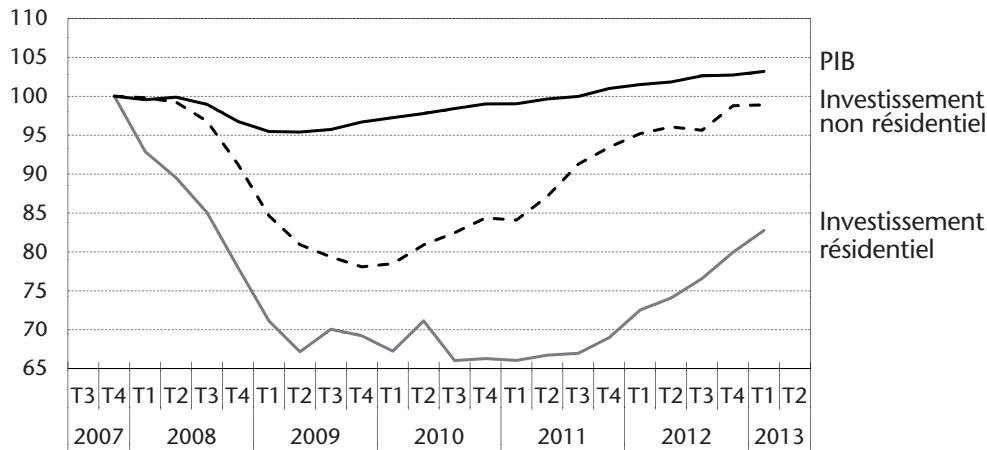
(base 100 en 2007 T4)



Source: OCDE.

Graphique 6. Investissement résidentiel et non résidentiel aux États-Unis (2007-2013)

(base 100 en 2007 T4)



Source: OCDE.

Plusieurs facteurs sont à l'origine de ces différences entre zone euro et États-Unis. En raison du poids du système bancaire dans le financement des entreprises de la zone euro et du développement de la crise de la dette publique tout au long des années 2011 et 2012, le coût de financement des entreprises a été plus élevé dans certains pays de la zone euro. Par ailleurs, la faiblesse de la demande domestique dans un contexte de coupe des dépenses publiques et de hausse des impôts a réduit le rendement de l'investissement dans ces mêmes pays. Toutefois, ces explications ne suffisent pas. En effet, la baisse de l'investissement n'a pas été l'apanage des seuls pays de la zone euro malmenés par la crise de la dette publique.

Le niveau des marges des entreprises ou la compétitivité du secteur manufacturier a pu dans certains pays limiter l'investissement des entreprises. Mais ce nouvel argument est lui aussi insuffisant car non seulement la France mais aussi l'Allemagne ont connu un ralentissement marqué de l'investissement à partir de 2011, alors que cette dernière jouit de marges très convenables et d'une compétitivité renforcée.

Des facteurs communs à toute la zone euro jouent aussi dans la faiblesse de l'investissement. Les retards pris dans la recapitalisation des banques et la mise en place d'un système commun de prise en charge des crises bancaires a accru l'incertitude générale sur la solvabilité des banques et des entreprises. Par ailleurs, l'absence totale de projet d'investissement public ou d'activation

à grande échelle d'aides à l'investissement privé souligne une différence importante avec les États-Unis. Le développement à marche forcée et piloté par l'action publique de l'énergie fossile y a donné un coup de fouet à l'investissement et a fait bénéficier le secteur manufacturier d'une baisse du coût de l'énergie (voir le chapitre VII). L'exemple américain illustre *a contrario* que l'investissement public et l'investissement privé sont complémentaires. Une baisse de l'investissement public motivée par un plan de stabilisation budgétaire (ce qui a été mis en place en zone euro) réduit alors le rendement de l'investissement privé.

Conclusion

Le cycle de la dette et le cycle économique sont indissociables. Une économie dont la demande domestique est contrainte par un puissant processus de désendettement à un taux d'intérêt naturel (un taux d'intérêt qui assure le plein emploi des facteurs) très faible, voire négatif. Dès lors, pour éviter que la croissance soit durablement en dessous de son potentiel, il faut assurer rapidement la solvabilité du système financier en procédant à des recapitalisations bancaires, voire à une restructuration du secteur, améliorer rapidement le solde commercial par une dépréciation du taux de change réel et des politiques de substitution aux importations (et non par une contraction de la demande intérieure qu'il s'agit justement d'éviter), accompagner le désendettement des ménages, maintenir des taux d'intérêt très bas et favoriser l'investissement des entreprises.

Les États-Unis ont globalement mis en place l'ensemble de ces mesures. L'essentiel du travail reste à faire en zone euro.

Repères bibliographiques

- CYNAMON B. Z. et S. M. FAZZARI [2008], « Household debt in the consumer age : source of growth - risk of collapse », *Capitalism and Society*, vol. 3, n° 2.
- FMI [2012], « Dealing with household debt », *World Economic Outlook*, avril.
- PANIZZA U. et PRESBITERO A. F. [2013], « Public debt and economic growth in advanced economies : a survey », *MOFIR Working Paper*.
- REINHART C. et ROGOFF K. S. [2010], « Growth in a time of debt », *American Economic Review*, vol. 100, n°2, p. 573-578.
- SHEEDY K. D. [2013], « Debt and incomplete financial markets : a case for nominal GDP targeting », *CEP Discussion Paper*.