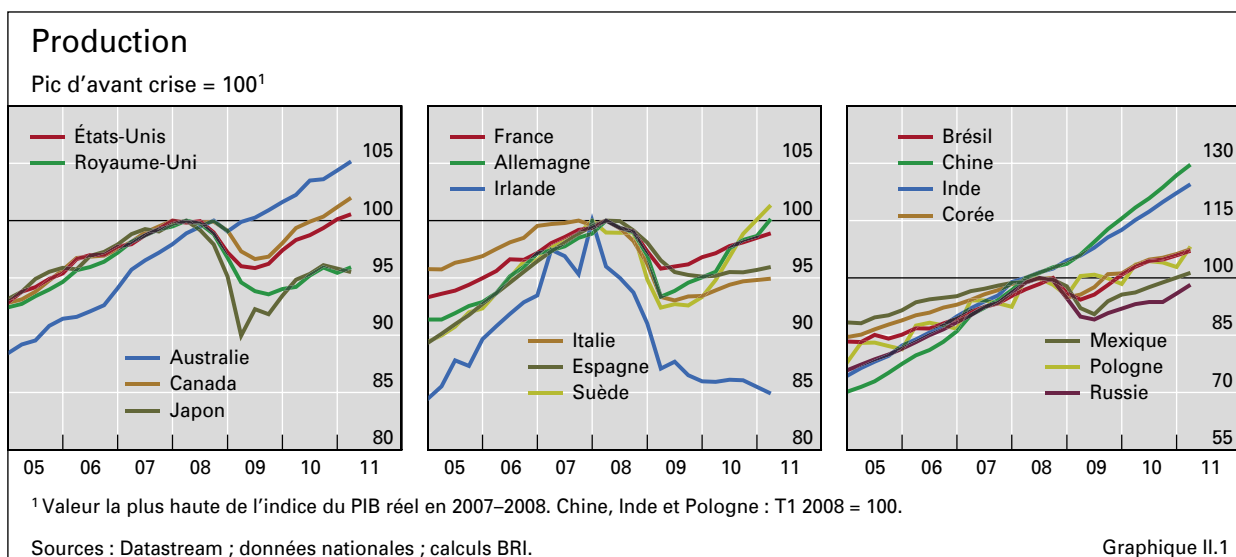


## II. De nouvelles bases pour une croissance durable

Les déséquilibres qui ont accompagné le boom de l'immobilier et du crédit dans plusieurs économies avancées sont toujours là. Dans certains des pays concernés, les secteurs de la finance et de la construction ont connu un essor sans rapport avec celui du reste de l'économie et devront peut-être se contracter. La dette accumulée par les ménages et les entreprises durant le boom de l'immobilier a rendu ceux-ci plus vulnérables à de futurs chocs et risque de peser sur la croissance. De nombreux États ont profité de ces années d'euphorie pour réduire leur endettement, parfois dans de fortes proportions. Pourtant, il apparaît *a posteriori* que le redressement des finances publiques était dû, en grande partie, directement ou indirectement, au boom de l'immobilier, et qu'il était donc transitoire.

Près de trois ans après la faillite de Lehman Brothers, qui a marqué pour nombre d'économies avancées le déclenchement de la plus forte contraction enregistrée depuis la Grande Dépression, la production reste dans la majorité des cas égale ou inférieure à ses niveaux d'avant la crise (graphique II.1, cadres de gauche et du milieu). La persistance des déséquilibres qui avaient conduit à la crise est une des raisons pour lesquelles la reprise a été jusqu'ici peu soutenue dans ces pays.

Les économies émergentes ont connu en général une croissance beaucoup plus rapide (graphique II.1, cadre de droite), mais certaines d'entre elles risquent d'accumuler maintenant leurs propres déséquilibres. Ainsi, les prix de l'immobilier augmentent parfois à des taux qui rappellent ceux affichés par certaines économies avancées durant le boom, et la dette du secteur privé progresse rapidement. Le niveau initial de ces indicateurs était certes peu élevé, mais c'était aussi le cas pour certaines économies avancées, dont l'Irlande et l'Espagne au début des années 2000.



Le présent chapitre s'ouvre sur un bref rappel de la croissance et des déséquilibres qui l'ont accompagnée dans les années du boum de l'immobilier, suivi de trois sections thématiques : déséquilibres sectoriels, endettement du secteur privé, assainissement des finances publiques. Il s'achève sur une conclusion tirant quelques leçons pour la politique économique.

## Déséquilibres, crises financières et croissance

La crise financière mondiale a eu à bien des égards un coût énorme, ne serait-ce qu'en termes de pertes de production. Il se peut que les grandes économies avancées retrouvent leur niveau de production d'avant la crise, mais celui-ci est encore bien inférieur – sauf peut-être en Australie – à ce qu'il aurait été si ces économies avaient maintenu un rythme de croissance ininterrompu. Pour regagner le terrain perdu, il faudrait une longue période d'expansion supérieure à la tendance, ce qui semble malheureusement improbable pour plusieurs raisons. Premièrement, il se peut que les pertes économiques générées par la Grande Récession, telles que les destructions de capital humain entraînées par le chômage de longue durée, pèsent sur la croissance dans les années qui viennent<sup>1</sup>. Deuxièmement, la croissance affichée avant la crise était stimulée par une série de déséquilibres intenable, dont la correction pourrait freiner la croissance jusqu'à ce que les excès aient été réabsorbés.

Il y a peu de chances de combler les pertes de production imputables à la crise...

L'existence de ces déséquilibres implique aussi que l'extrapolation de la croissance d'avant la crise n'est ni la bonne méthode pour juger de l'état de la reprise, ni un guide utile pour la politique économique. Une partie de la formation de capital (physique et humain) survenue durant les années d'euphorie pourrait se révéler moins pertinente qu'on ne le pensait initialement. C'est probablement le cas pour une fraction non négligeable de l'investissement dans les secteurs de la construction et de la finance. Le caractère intenable de la croissance d'avant la crise doit aussi apparaître dans les mesures de la production potentielle, qui sont un élément de réflexion important pour les autorités. Si l'on veut qu'elles soient utiles, ces mesures – en particulier celles qui s'appuient sur des estimations des stocks de capital physique et humain – doivent être ajustées de manière à prendre en compte cette obsolescence<sup>2</sup>.

Les données historiques disponibles viennent corroborer la thèse selon laquelle les crises bancaires systémiques peuvent avoir un coût durable, voire permanent, en termes de pertes de production par rapport à la tendance. Selon une synthèse récente des études consacrées au coût des crises financières, les taux de croissance atteints après la crise ne permettent pas, en général, de revenir à la tendance observée avant celle-ci<sup>3</sup>. En d'autres termes, les pertes de production enregistrées pendant la crise ne seront probablement jamais comblées.

... comme le laissent supposer les crises antérieures

<sup>1</sup> Les données de l'OCDE indiquent par exemple que la part des chômeurs de longue durée (plus d'un an) dans le chômage total aux États-Unis est passée de 10,0 % en 2006 à 16,3 % en 2009.

<sup>2</sup> P. Gerlach, « The global output gap: measurement issues and regional disparities », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2011, pp. 29–37.

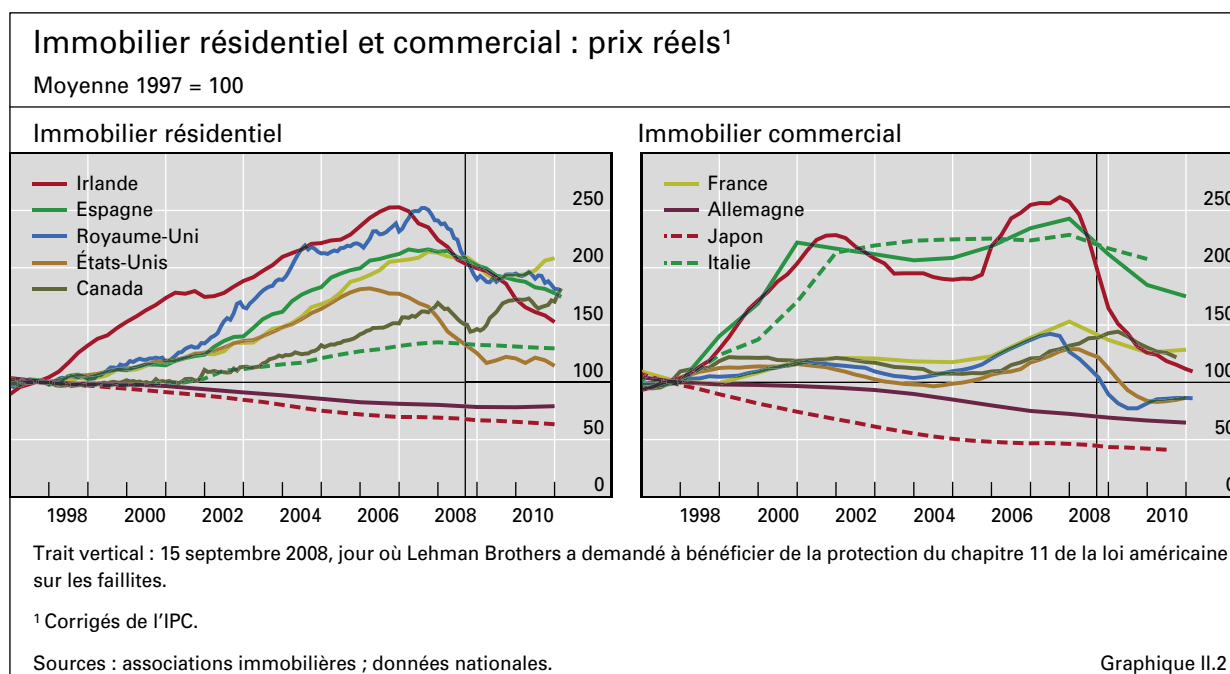
<sup>3</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *An Assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, août 2010.

Le boum des prix de l'immobilier...

Les problèmes auxquels les économies avancées sont confrontées aujourd'hui trouvent leur origine dans la phase d'euphorie qui a précédé la crise. Les prix de l'immobilier avaient alors augmenté dans beaucoup d'entre elles (graphique II.2) et, très souvent, ce sont les pays où cette hausse avait été la plus vive qui ont le plus souffert par la suite. Tel est le cas par exemple de l'Irlande, de l'Espagne ou du Royaume-Uni. Il y a eu cependant des exceptions. C'est ainsi qu'en France, où la hausse des prix immobiliers a été presque la même qu'en Espagne, le secteur financier a échappé à bon nombre des difficultés rencontrées dans d'autres pays. Et c'est en Allemagne et au Japon, où les prix de l'immobilier n'affichaient pas de hausses globalement, que l'on a enregistré des baisses de la production parmi les plus fortes (mais de courte durée) qu'aient connues les économies avancées<sup>4</sup>.

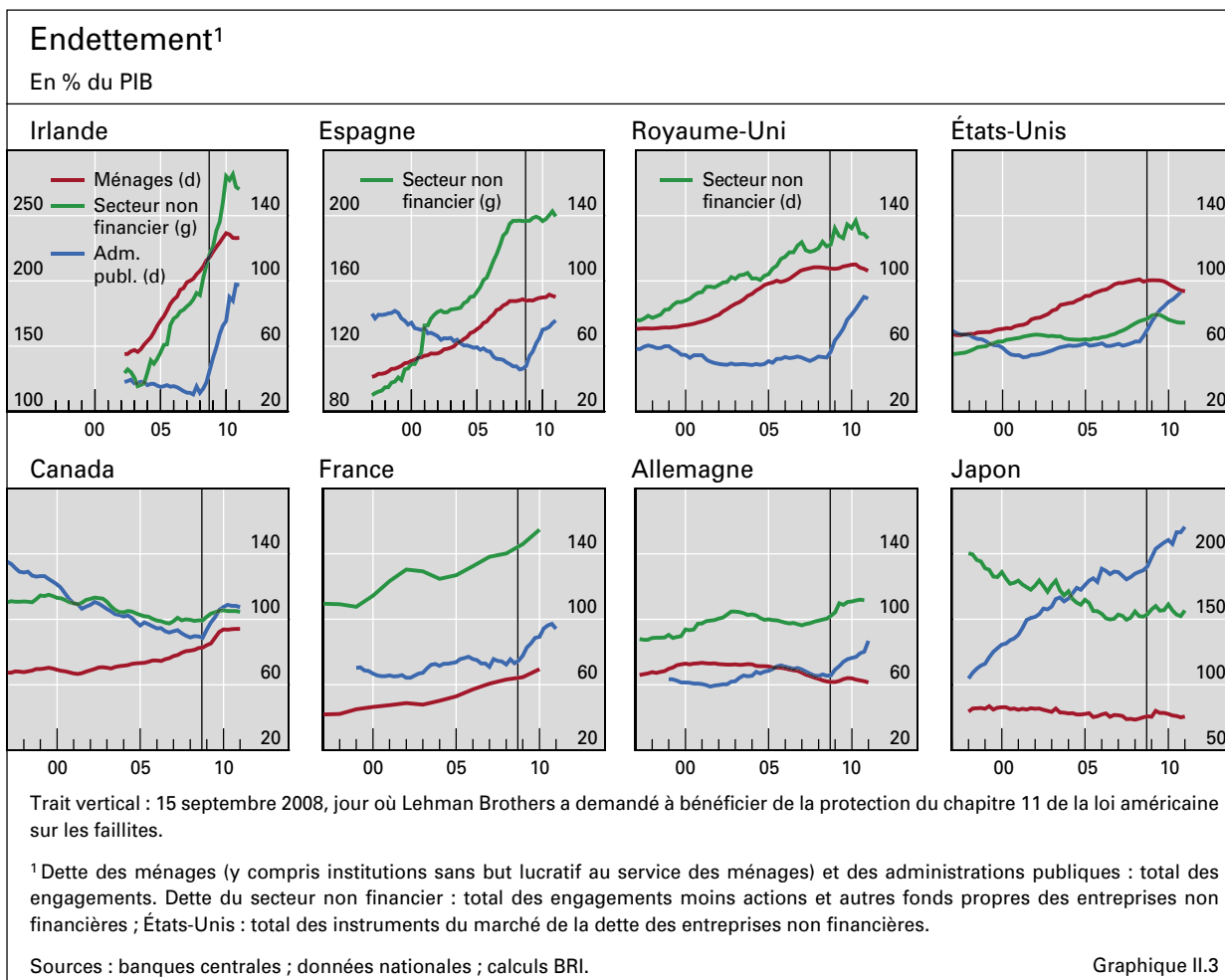
... était entretenu par l'endettement du secteur privé

La forte progression du crédit aux ménages et aux entreprises a entretenu la hausse des prix immobiliers<sup>5</sup>. Dans tous les pays qui ont connu un boum de ce secteur, le ratio dette des ménages/PIB (graphique II.3) a augmenté et dépassé largement ses tendances à long terme. Sauf dans le cas notable des États-Unis, les sociétés non financières ont accru elles aussi leur endettement. Comme le montre l'échelle de gauche du graphique, l'augmentation des ratios d'endettement a été particulièrement spectaculaire pour les sociétés non financières irlandaises et espagnoles, qui ont utilisé l'essentiel de cette dette pour financer l'immobilier. Cela dit, l'accroissement de la dette apparaît beaucoup plus faible quand on le rapporte à la valeur de marché des portefeuilles immobiliers financés. En Espagne, les sociétés immobilières ont porté leur ratio dette/total des actifs de 50 % en 2000 à 63 % en 2007.



<sup>4</sup> Dans ces deux pays, la baisse de la production était due principalement à la contraction du commerce international, et non à des problèmes d'ordre interne.

<sup>5</sup> BRI, 80<sup>e</sup> Rapport annuel, juin 2010, pp. 11-13.



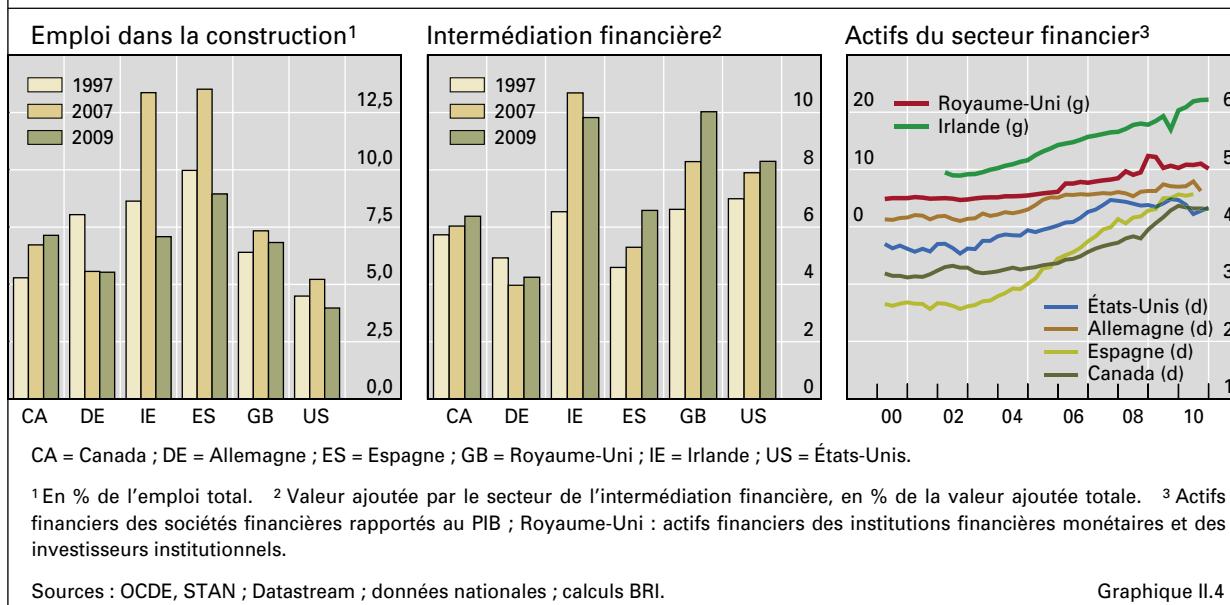
Le boum de l'immobilier et du crédit a modifié la composition sectorielle de la production. Le poids relatif du secteur de la construction s'est accru dans tous les pays où les prix de l'immobilier ont augmenté. En 2007, le secteur employait 13 % de la population active espagnole, contre 10 % dix ans plus tôt (graphique II.4, cadre de gauche). Cette progression a été encore plus prononcée en Irlande, où ces chiffres sont de 8½ % et 13 %. L'examen de la part du secteur de la construction dans la valeur ajoutée totale donne un résultat similaire<sup>6</sup>. Au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis, la part du secteur de la construction dans l'emploi et le PIB a augmenté également, mais dans une bien moindre proportion.

La forte progression des financements immobiliers parallèlement à la hausse des prix dans ce secteur a été l'un des facteurs de la croissance rapide du secteur financier avant la crise. Quelle que soit la mesure utilisée ou presque, c'est en Irlande que l'expansion de ce secteur a été la plus prononcée : les actifs des établissements financiers sont passés de l'équivalent de 10 fois le PIB en 2002 – niveau déjà élevé – à plus de 20 fois le PIB à la veille de la crise (graphique II.4, cadre de droite). En Irlande, le poids de l'intermédiation

La demande d'emprunts hypothécaires stimule la croissance du secteur financier

<sup>6</sup> Entre 1997 et 2007, la part du secteur de la construction dans le PIB est passée de 6½ % à 10 % en Espagne, et de 5 % à 8 % en Irlande.

## Boum dans la construction et le secteur financier



financière dans la valeur ajoutée totale est passé d'environ 6 % en 1997 à plus de 10 % en 2007 (cadre du milieu). Cette hausse était certes due en partie aux établissements financiers à capitaux étrangers – situés à Dublin mais sans rapport avec le reste de l'économie irlandaise –, mais les bilans des banques irlandaises ont eux aussi beaucoup augmenté. L'Espagne qui, à la différence de l'Irlande, n'est pas une place franche financière, a enregistré elle aussi une rapide expansion des bilans de ses banques. Le ratio actifs bancaires/PIB, qui était stable à 2,6 entre 2000 et 2003, est passé à plus de 4 juste avant la crise financière.

L'accélération de la croissance, attribuable aux boums du crédit et de l'immobilier ainsi qu'à l'expansion concomitante des secteurs de la construction et de la finance, a fini par se révéler intenable. Cela a été mis en lumière, dans un premier temps, lorsque les prix de l'immobilier aux États-Unis ont cessé d'augmenter en 2006, puis ont amorcé une baisse. Les emprunteurs dont la solvabilité dépendait exclusivement de la poursuite de la hausse des prix dans ce secteur ont été les premiers à faire défaut. La chute des prix de l'immobilier se poursuivant, les pertes ont commencé à se propager du segment des crédits hypothécaires à risque à celui des emprunteurs de bonne qualité. Dans d'autres pays, les prix immobiliers ont culminé un peu plus tard qu'aux États-Unis (et les effacements de crédits immobiliers ont donc augmenté plus tard aussi) et sont restés en général inférieurs au niveau observé dans ce pays. Cependant, des pays comme l'Irlande, l'Espagne ou le Royaume-Uni ont enregistré un vif essor des prêts improductifs au secteur des entreprises non financières, et notamment aux promoteurs immobiliers.

La crise financière et la récession qui a suivi ont entraîné un brusque renversement des tendances sectorielles. Le secteur de la construction s'est contracté encore plus vite qu'il avait progressé avant la crise en raison, sans doute, du parc important de logements invendus. Le rythme de contraction de

La baisse des prix de l'immobilier a révélé des faiblesses structurelles

Le secteur de la construction s'est contracté...

l'immobilier constaté en Espagne et en Irlande entre 2007 et 2009 a été beaucoup plus rapide que celui observé dans d'autres pays lors de la phase de repli du secteur de la construction. En Allemagne, la part de ce secteur dans l'emploi total est passée de 8,5 % en 1995, au plus fort du boum de la réunification, à 5,5 % en 2006, soit une baisse de 3 points de pourcentage en une dizaine d'années. En Espagne et en Irlande, cette diminution a été de 4 et 6 points de pourcentage, respectivement, en l'espace de trois ans seulement<sup>7</sup>.

Seul le secteur financier n'a montré aucun signe de contraction. Sa part dans la valeur ajoutée a quelque peu diminué en Irlande, mais s'est accrue en Espagne et aux États-Unis. Le ratio actifs du secteur financier/PIB a continué d'augmenter presque partout, en réponse, pour partie, au soutien sans précédent apporté par les pouvoirs publics.

... mais pas le secteur financier

Les soldes budgétaires se sont fortement dégradés pendant la crise et ne se sont guère améliorés depuis. Les dépenses massives engagées par les pouvoirs publics pour sauver le système financier n'étaient qu'une des causes du creusement très net des déficits. Conjuguées à la baisse des rentrées fiscales et à l'augmentation globale des dépenses au sortir de la récession, elles ont occasionné des déficits sans précédent en temps de paix. La détérioration des finances publiques s'explique aussi par la surestimation de la production potentielle, ou soutenable, pendant les années d'euphorie. Le boum de l'immobilier financé par le crédit avait en effet dopé les recettes budgétaires, mais ces rentrées ont disparu durant la crise. Certains pays ont mis à profit la progression des recettes pour réduire leur ratio dette publique/PIB (graphique II.3), mais ces rentrées supplémentaires ont été en partie absorbées par le surcroît de dépenses.

Nette dégradation des finances publiques due à l'accroissement des dépenses

## Déséquilibres sectoriels

Durant les années qui ont précédé la crise financière, les secteurs de plus en plus hypertrophiés de la construction et de la finance jouaient un rôle tout à fait dominant dans la croissance, et leur expansion rapide sur une longue période a probablement eu pour effet de ralentir la croissance du reste de l'économie. Bien sûr, comme le secteur financier assure l'allocation des capitaux à travers l'économie, son expansion peut bel et bien stimuler la croissance globale. Mais, comme pour toutes les activités économiques, l'expansion de ces deux secteurs, passé un certain point, a pour effet de soustraire des ressources au reste de l'économie. Si un secteur à forte intensité capitaliste comme celui de la construction est en plein essor, les autres secteurs risquent d'avoir des difficultés à attirer des capitaux. De même, une industrie financière en pleine expansion risque de détourner les compétences des autres secteurs eux aussi à main-d'œuvre hautement qualifiée<sup>8</sup>.

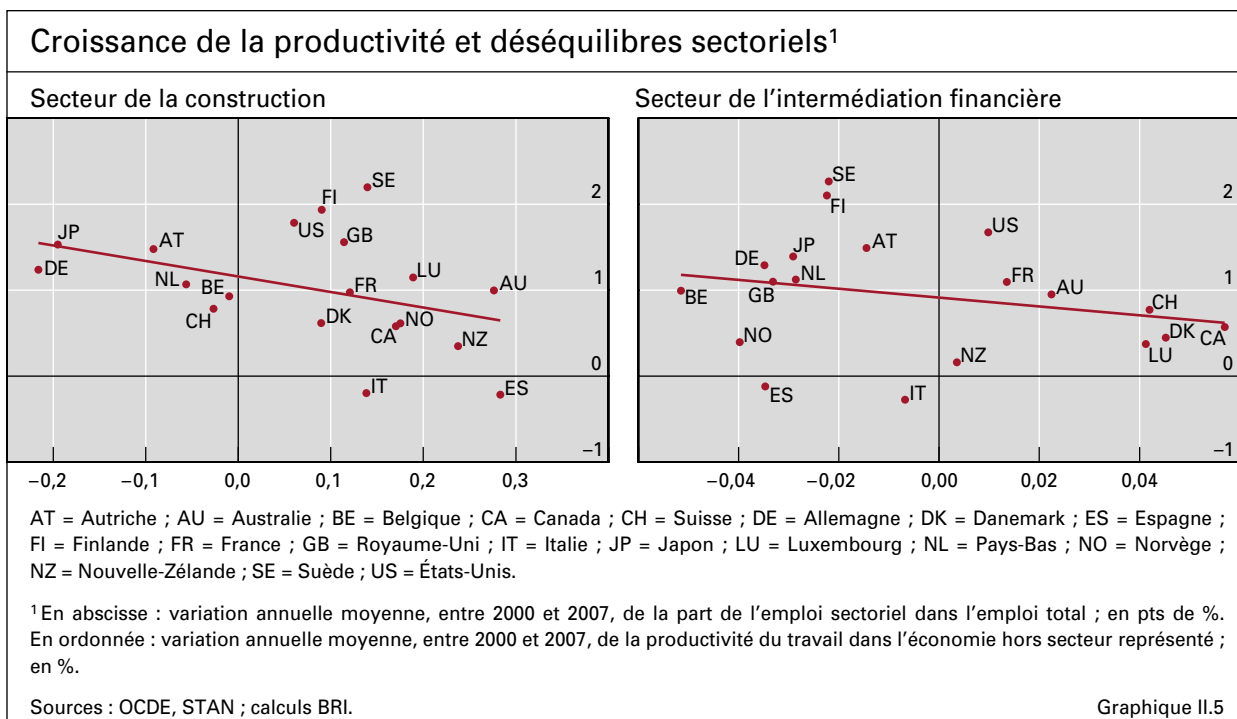
Une croissance déséquilibrée

<sup>7</sup> Pour plus de détails sur de précédents boums de la construction, voir *76<sup>e</sup> Rapport annuel BRI*, juin 2006, pp. 27–30.

<sup>8</sup> T. Philippon et A. Reshef, « Wages and human capital in the US financial industry: 1909–2006 », *NBER Working Papers*, n° 14644, janvier 2009.

Les données par pays indiquent que, de fait, le boom des secteurs de la construction et de l'intermédiation financière a coïncidé avec une moindre croissance de la productivité dans les autres secteurs (graphique II.5). L'exemple le plus notable est l'Espagne, où la part de l'emploi dans le secteur de la construction (cadre de gauche, axe horizontal) a progressé en moyenne de 0,3 point de pourcentage chaque année de 2000 à 2007, tandis que le reste de l'économie (axe vertical) n'enregistrait pour ainsi dire aucun gain de productivité. Cet effet apparaît aussi dans le secteur financier (graphique II.5, cadre de droite), quoique de façon moins nette<sup>9</sup>. Cependant, une analyse économétrique plus rigoureuse laisse penser que l'effet pourrait avoir été plus fort dans le cas de l'intermédiation financière que dans celui de la construction (voir encadré).

D'autres secteurs vont devoir remplacer la construction et l'intermédiation financière en tant que moteurs de croissance. Il est difficile de dire lesquels, car les performances du passé ne constituent pas forcément un bon indicateur pour l'avenir. Néanmoins, la stagnation (relative ou absolue) probable des secteurs de la construction et de la finance pourrait libérer des ressources au bénéfice d'autres secteurs – pour autant que les autorités ne s'opposent pas à une telle réallocation par des subventions ou d'autres mesures visant à maintenir le *statu quo*.



<sup>9</sup> Le fait que la relation négative apparaisse moins clairement dans le cas de l'intermédiation financière tient peut-être en partie aux effets positifs, déjà notés, que peut avoir l'expansion du secteur financier.

## La croissance du secteur financier a-t-elle un effet d'éviction sur le reste de l'économie ?

Les études économiques concluent en général que l'expansion du secteur financier va de pair avec une accélération de la croissance du PIB. De fait, celle-ci devrait être particulièrement bénéfique aux secteurs confrontés à des contraintes financières. L'expérience récente suggère cependant une vision plus nuancée. L'augmentation rapide du crédit et des prix des actifs peut, en effet, doper la rentabilité du secteur financier au point d'attirer vers lui des ressources au détriment d'autres secteurs. On peut penser que les secteurs qui risquent le plus d'être désavantagés sont ceux qui, tout comme les services financiers, dépendent très largement d'une main-d'œuvre hautement qualifiée. Pour tester cette hypothèse, nous utilisons les dépenses de recherche-développement (R-D) comme indicateur de la demande de main-d'œuvre hautement qualifiée. Nous identifions, parmi les activités manufacturières, celles qui affichent la plus forte intensité de R-D. Nous cherchons ensuite à savoir si une croissance plus rapide du secteur financier aurait davantage d'effets négatifs sur les industries manufacturières à forte intensité de R-D. Les coefficients négatifs présentés au tableau II.A pour la croissance de la valeur ajoutée et de l'emploi dans le secteur de l'intermédiation financière et celui de la construction (lignes 1 et 3, lignes 5 et 7) laissent penser que ce serait le cas. Par ailleurs, il semble que l'effet soit plus marqué dans le cas de l'intermédiation financière.

## Déséquilibres sectoriels, intensité de R-D et croissance du secteur manufacturier

Variable expliquée : taux de croissance de la valeur ajoutée réelle

Interaction de l'intensité de R-D avec la croissance du secteur ou sa part dans la valeur ajoutée ou l'emploi <sup>1</sup>	Intensité de R-D <sup>2</sup>							
	Valeur ajoutée				Secteur manufacturier			
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)	(vii)	(viii)
Intermédiation financière								
Valeur ajoutée								
<b>Croissance</b> <sup>3</sup>	<b>-3,73***</b>				<b>-2,36***</b>			
Part initiale dans l'économie <sup>4</sup>	11,58				5,35			
Emploi								
<b>Croissance</b> <sup>3</sup>		<b>-7,12**</b>				<b>-5,58***</b>		
Part initiale dans l'économie <sup>4</sup>		32,13				21,45**		
Construction								
Valeur ajoutée								
<b>Croissance</b> <sup>3</sup>			<b>-5,36***</b>				<b>-2,40***</b>	
Part initiale dans l'économie <sup>4</sup>			-9,14				-19,71	
Emploi								
<b>Croissance</b> <sup>3</sup>				<b>-5,33***</b>				<b>-2,27*</b>
Part initiale dans l'économie <sup>4</sup>				12,6				11,45
<i>Nombre d'observations</i>	317	317	338	338	309	309	330	330
<i>R<sup>2</sup></i>	0,36	0,325	0,355	0,325	0,339	0,325	0,331	0,302

Les paramètres sont estimés à l'aide d'une régression par les moindres carrés généralisés sur un panel de 18 pays OCDE et 27 sous-secteurs manufacturiers. La variable expliquée (taux de croissance de la valeur ajoutée) est calculée pour chaque sous-secteur et chaque pays de l'échantillon sur la période 2000–2007. Les estimations incluent des variables indicatrices pour les pays et les sous-secteurs, ainsi qu'une variable de contrôle, représentant les conditions initiales (logarithme du ratio valeur ajoutée du sous-secteur en 2000/valeur ajoutée du secteur manufacturier total en 2000, pour chaque sous-secteur de chaque pays de l'échantillon). \*\*\*/\*\*/\* indiquent que les données sont significatives aux seuils de 1/5/10 %.

<sup>1</sup> Les variables explicatives sont définies comme le produit des variables indiquées. <sup>2</sup> Ratio dépenses de R-D dans le sous-secteur/valeur ajoutée du sous-secteur (colonnes i–iv) et dépenses de R-D dans le sous-secteur/dépenses de R-D dans le secteur manufacturier total (colonnes v–viii) pour le sous-secteur correspondant aux États-Unis (qui, aux fins de l'analyse, représente la frontière technologique). <sup>3</sup> Calculée sur la période 2000–2007. <sup>4</sup> En 2000.

Sources : OCDE, STAN ; calculs BRI.

Tableau II.A



## Réduction de l'endettement privé

Le désendettement...

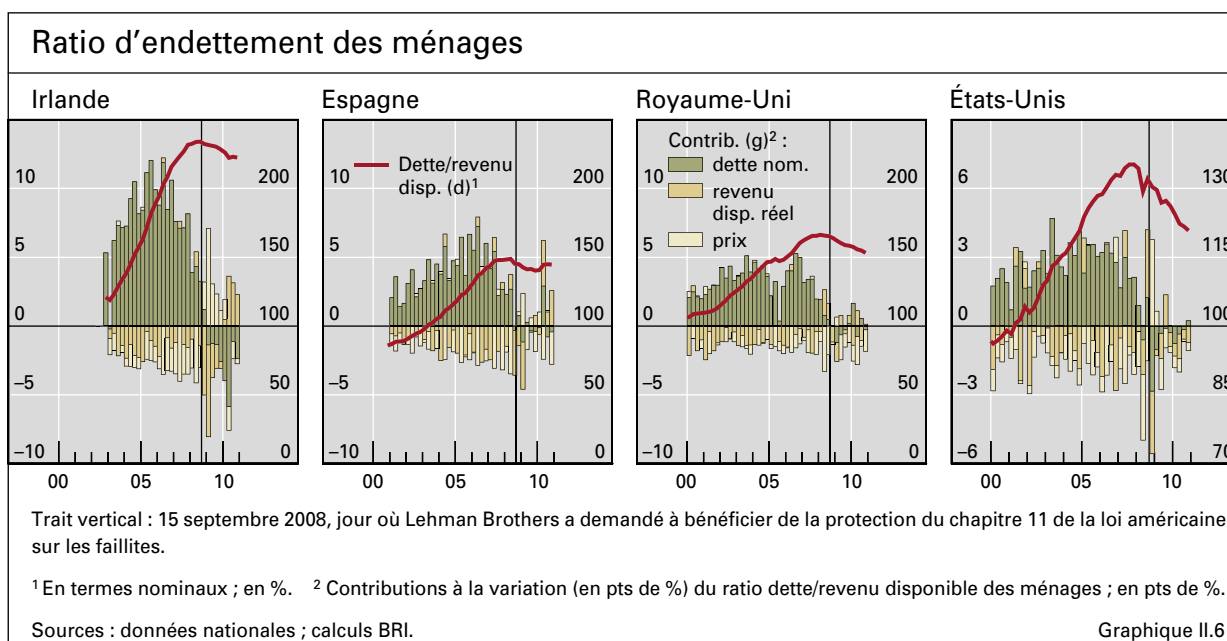
Un grand nombre des prêts accordés pendant le boum de l'immobilier, en particulier dans sa phase finale, l'ont été dans l'hypothèse implicite ou explicite que les prix de l'immobilier continueraient d'augmenter. Or, cette hypothèse ne s'est pas vérifiée. Il est donc normal que prêteurs et emprunteurs réagissent et ajustent leur niveau d'endettement à la nouvelle donne.

... a commencé...

En Irlande, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les ménages ont commencé à réduire leur ratio dette/revenu (graphique II.6), quoiqu'à des degrés divers. C'est aux États-Unis et au Royaume-Uni que le processus est le plus avancé, la dette des ménages ayant diminué d'environ 15 points de pourcentage, pour retomber à 120 % et 150 % du revenu disponible, respectivement. Entre 2008 et début 2010, le ratio dette/revenu des ménages espagnols a diminué au total de 8 points de pourcentage, mais il est remonté depuis ; celui des ménages irlandais a reculé quant à lui de 7 points de pourcentage par rapport au sommet qu'il avait atteint.

... mais les données historiques indiquent que le processus n'est pas encore achevé

Les données historiques laissent penser que les ménages réduiront encore leur endettement. Presque toutes les crises bancaires systémiques qui avaient été précédées d'une hausse du ratio crédit/PIB ont été suivies d'une forte baisse de celui-ci<sup>10</sup>. L'ampleur du désendettement, variable d'un épisode à l'autre, a été le plus souvent substantielle. En moyenne, le ratio crédit au secteur privé/PIB a baissé de 38 points de pourcentage sur une période d'environ cinq ans, et la réduction de la dette n'a été que légèrement inférieure à la hausse survenue avant la crise (44 points de pourcentage, en moyenne).



<sup>10</sup> G. Tang et C. Upper, « Debt reduction after crises », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2010, pp. 25–38. L'échantillon étudié portait sur vingt crises bancaires systémiques précédées d'une hausse du ratio crédit au secteur privé non financier/PIB. Sauf dans trois pays (l'Argentine en 1995, le Paraguay en 1995 et la Corée en 1997), ces crises ont été suivies d'une longue période de réduction de la dette.

Le ratio dette/revenu des ménages et des autres secteurs peut être abaissé de quatre façons : i) remboursement, ii) défaut, effacement ou remise de dette, iii) augmentation du revenu disponible réel, iv) inflation<sup>11</sup>. Les données disponibles nous permettent de ventiler la baisse du ratio dette/revenu disponible entre trois de ces composantes (graphique II.6) : remboursement/défaut (sans distinction entre les deux<sup>12</sup> ; voir « Dette nominale » dans le graphique), croissance du revenu réel (« Revenu disponible réel ») et inflation (« Prix »)<sup>13</sup>. Le poids relatif de ces facteurs varie selon les pays. Les ménages ont réduit leur dette nominale dans les quatre pays visés au graphique II.6, l'Irlande tout d'abord, suivie des États-Unis. Le revenu disponible réel a montré une plus grande résilience durant la crise, continuant d'augmenter alors même que le PIB diminuait et entraînant par là même une baisse des ratios d'endettement. En Irlande et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, l'effet modérateur des remboursements/défauts et de la hausse du revenu disponible réel a été compensé au moins en partie par la baisse des prix à la consommation immédiatement après la crise, qui a accru la valeur réelle de la dette.

Facteurs du désendettement

Les facteurs de réduction de la dette ont changé avec le temps. La crise en Irlande et en Espagne s'est révélée plus structurelle qu'elle ne le semblait de prime abord, et le revenu disponible a commencé à diminuer dans ces deux pays en 2010, poussant les ratios d'endettement à la hausse.

Pour replacer la question de la dette dans son contexte, il est utile d'examiner quel serait l'impact sur la croissance si les ratios d'endettement ne diminuaient pas. Un endettement élevé rend les ménages (et les entreprises) plus vulnérables, même aux chocs de faible envergure. Dans une enquête récente, plus d'un cinquième des ménages américains indiquaient que leur dette hypothécaire était supérieure à la valeur de leur logement<sup>14</sup>. La proportion était plus forte chez les jeunes et les résidents des États où les prix de l'immobilier avaient flambé – c'est-à-dire précisément chez les personnes qui risquaient le plus d'avoir perdu leur emploi durant la récente récession ou subi d'autres types de chocs sur le revenu. Dans certaines économies européennes, les prêts hypothécaires sont, dans leur grande majorité, indexés sur les taux courts du marché monétaire. Ces derniers sont très bas à l'heure actuelle, mais ils finiront bien par augmenter et alourdiront alors la dette des ménages, exacerbant encore leur vulnérabilité si les ratios d'endettement demeurent élevés.

Le poids de la dette rend les ménages vulnérables aux chocs

<sup>11</sup> Dans l'hypothèse où les contrats de prêt sont exprimés en valeur nominale, comme c'est généralement le cas dans les économies examinées ici.

<sup>12</sup> Il est difficile d'isoler la part de chaque facteur. Les annulations ne réduisent pas nécessairement l'encours de la dette des ménages, car les acheteurs de logements saisis peuvent contracter de nouveaux emprunts. Voir M. Brown, A. Haughwout, D. Lee et W. van der Klaauw, « The financial crisis at the kitchen table: trends in household debt and credit », Banque de Réserve fédérale de New York, *Staff Reports*, n° 480, décembre 2010.

<sup>13</sup> Pour plus de précisions sur cette ventilation, voir Tang et Upper, *op. cit.*

<sup>14</sup> R. Chakrabarti, D. Lee, W. van der Klaauw et B. Zafar, « Household debt and saving during the 2007 recession », Banque de Réserve fédérale de New York, *Staff Reports*, n° 482, janvier 2011.

Comment réduire la dette ?

Cela dit, un désendettement rapide des ménages visant à rendre ceux-ci moins vulnérables aux chocs risque de précipiter l'effondrement de la consommation privée. L'action des pouvoirs publics ne peut pas gérer totalement ce risque, mais elle peut favoriser la croissance dans d'autres secteurs de l'économie susceptibles de prendre la relève des secteurs de la construction et de la consommation des ménages en tant que moteurs de la reprise.

Il existe aussi des moyens de réduire l'endettement qui ont peu de chances d'avoir l'effet recherché : c'est le cas notamment de l'inflation « surprise ». Il est vrai qu'une poussée d'inflation non anticipée réduira la valeur réelle de la dette, redistribuant ainsi les ressources des prêteurs (et, en dernière analyse, des épargnants) aux emprunteurs. Cela dit, l'inflation non anticipée étant associée en général à une baisse des revenus réels si les rémunérations contractuelles sont exprimées en termes nominaux, elle pourrait compenser l'impact sur la valeur réelle de la dette. En outre, il n'y aura pas de transfert de richesse si la poussée d'inflation est anticipée. Dans ce cas, la hausse de l'inflation tendra à pousser les taux d'intérêt nominaux à la hausse et alourdira de ce fait le coût du service de la dette pour les emprunteurs, s'apparentant alors à une accélération forcée des remboursements. Qu'elle soit anticipée ou pas, l'inflation a un coût substantiel à long terme : elle entame la crédibilité de la banque centrale<sup>15</sup>.

## Endettement public et assainissement budgétaire

L'endettement public s'est fortement accru depuis la crise...

La dette publique a fortement augmenté après le défaut de Lehman Brothers en septembre 2008 (tableau II.1), notamment dans les pays qui avaient connu un boum de l'immobilier. La détérioration des soldes budgétaires était due à la conjonction d'une baisse des rentrées fiscales et d'une progression des dépenses.

... car les stabilisateurs automatiques ont creusé les déficits

Il existe des raisons évidentes au creusement des déficits en phase de récession. Les stabilisateurs automatiques soutiennent les dépenses et sont l'une des raisons pour lesquelles la récession récente n'a pas débouché sur une nouvelle Grande Dépression. Le problème est que, deux ans après le début de la reprise, les déficits ne montrent aucun signe de diminution et que la dette continue d'augmenter. Les déficits budgétaires actuels sont largement structurels (graphique II.7), ce qui laisse à penser que les pouvoirs publics ont encore à faire pour rétablir leur situation budgétaire. En outre, la composante cyclique des déficits budgétaires pourrait être surestimée si, comme il est dit plus haut, les mesures de la croissance potentielle sont assorties d'un biais à la hausse.

Le processus de réduction de la dette publique avant la crise ne pouvait pas durer...

Le panorama actuel – déficits structurels élevés et augmentation rapide de la dette – contraste avec la situation préalable à la crise, qui se caractérisait par des excédents ou des diminutions des déficits. Plusieurs pays ont profité des années fastes pour réduire la dette publique. Entre 2000 et 2007, celle-ci a

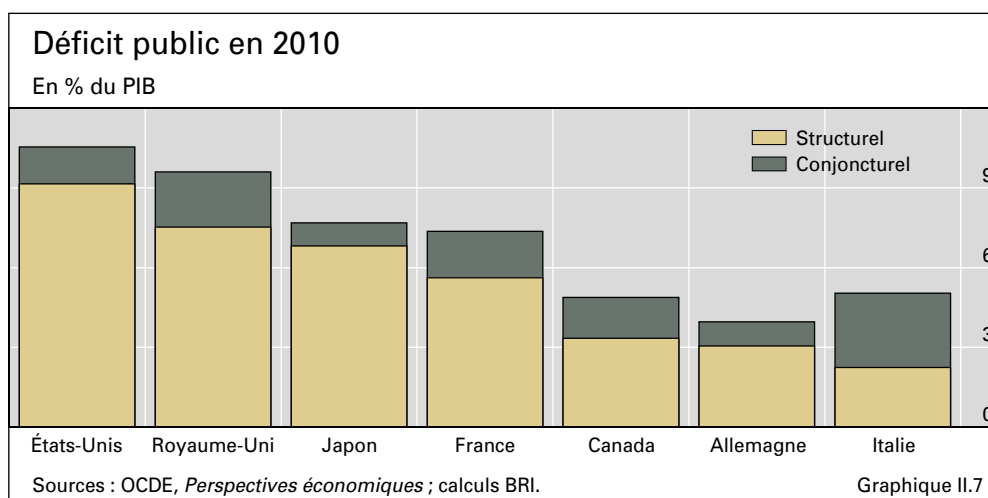
<sup>15</sup> En tout état de cause, vu le renchérissement des produits de base, l'inflation à court terme dans les économies avancées sera vraisemblablement du type « inflation par les coûts », qui réduit directement la capacité de dépense des ménages et des entreprises et alourdit encore plus leur endettement.

Dette publique <sup>1</sup>					
En % du PIB					
	2002	2007	2010	2011	2012
États-Unis	56,8	62,0	93,6	101,1	107,0
Zone euro	75,2	71,6	92,7	95,6	96,5
Allemagne	62,2	65,3	87,0	87,3	86,9
France	67,3	72,3	94,1	97,3	100,0
Italie	119,4	112,8	126,8	129,0	128,4
Espagne	60,3	42,1	66,1	73,6	74,8
Pays-Bas	60,3	51,5	71,4	74,3	75,2
Belgique	108,4	88,1	100,7	100,7	100,4
Grèce	117,6	112,9	147,3	157,1	159,3
Portugal	65,0	75,4	103,1	110,8	115,8
Irlande	35,2	28,8	102,4	120,4	125,6
Japon	152,3	167,0	199,7	212,7	218,7
Royaume-Uni	40,8	47,2	82,4	88,5	93,3
Total OCDE	71,6	73,1	97,6	102,4	105,4

<sup>1</sup> Engagements financiers bruts des administrations publiques ; 2011 et 2012 : prévisions.  
Source : OCDE, *Perspectives économiques*, vol. 2011/1. Tableau II.1

fortement diminué au Canada, en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni, tandis qu'elle demeurerait à peu près stable aux États-Unis et en France. Cette évolution favorable masquait cependant des vulnérabilités, et notamment le fait que ces soldes budgétaires apparemment solides s'appuyaient sur un petit nombre de secteurs dynamiques, tels que la construction et la finance. Suárez (2010) estime ainsi qu'en Espagne, « au plus fort du boom, les secteurs de la construction et de l'immobilier pourraient avoir gonflé les recettes budgétaires de 2,9 % du PIB »<sup>16</sup>.

... car il dépendait beaucoup des secteurs de l'immobilier et de la finance

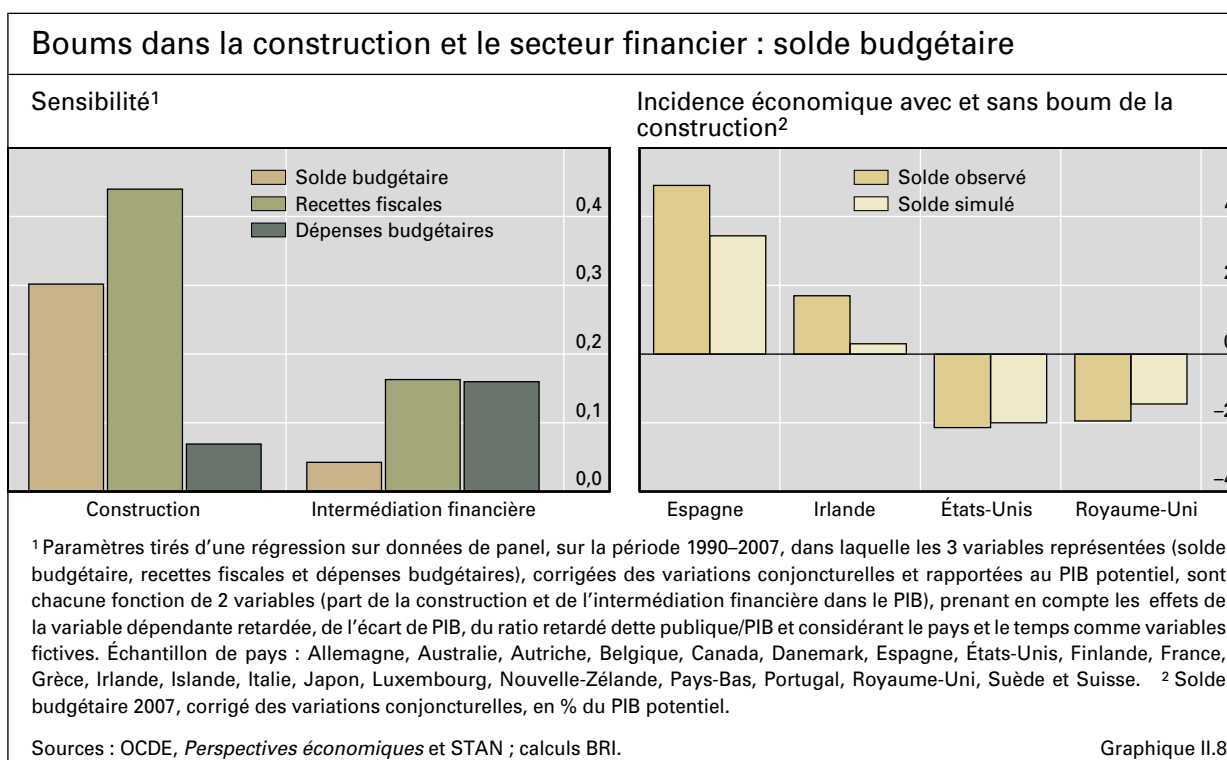


<sup>16</sup> J. Suárez, « The Spanish crisis: background and policy challenges », *CEPR Discussion Papers*, n° 7909, juillet 2010.

La forte sensibilité des rentrées fiscales au secteur hypertrophié de la construction...

La thèse selon laquelle les comptes publics peuvent dépendre en grande partie de l'évolution de certains secteurs est corroborée par un examen plus systématique. Il apparaît en effet que les recettes publiques et le solde global des administrations publiques s'améliorent très sensiblement lorsque le secteur de la construction est en phase d'expansion (graphique II.8, cadre de gauche), après prise en compte des effets des déterminants habituels des soldes budgétaires. Selon les estimations, une hausse de 1 point de pourcentage de la part du secteur de la construction dans la valeur ajoutée, par exemple, améliorera le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles de 0,3 point de pourcentage du PIB potentiel. En revanche, l'évolution du poids relatif du secteur de l'intermédiation financière n'a pas d'incidence notable sur les soldes budgétaires nets. Les boums de la construction ont donc pour effet spécifique de stimuler le volet « recettes » des comptes budgétaires. Cet apport de recettes vient probablement de diverses sources : il peut être dû à l'impact ponctuel du boum de la construction, mais la surestimation de la production potentielle peut aussi contribuer à l'amélioration du solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles.

Il est possible, à partir de ces éléments, de calculer quelle aurait été la situation des finances publiques en l'absence de boum de la construction (graphique II.8, cadre de droite). En Irlande, par exemple, l'excédent budgétaire de 2007 était presque totalement attribuable au secteur hypertrophié de la construction ; sans le boum qu'a connu ce secteur, le solde aurait été proche de l'équilibre. En Espagne, l'excédent enregistré en 2007 était dû pour environ un tiers au secteur de la construction, un résultat quelque peu inférieur aux



estimations fondées sur une approche ascendante de Suárez, mais néanmoins important<sup>17</sup>.

Le fort potentiel de recettes du secteur de la construction signifie que l'écart entre recettes et dépenses creusé par la crise ne disparaîtra vraisemblablement pas avec la reprise économique. Il s'ensuit que les autorités ne peuvent éviter de prendre des mesures vigoureuses pour ajuster les soldes budgétaires à court terme, en plus d'un plan à moyen terme crédible. Comment le processus d'assainissement devra-t-il être conduit de façon à réduire au minimum ses coûts à court terme pour la croissance ? La réponse sera fonction des circonstances. Pourtant, la politique budgétaire peut influencer fortement sur la réallocation des ressources entre les secteurs via des mesures telles que la réduction des subventions aux secteurs en perte de vitesse ou le soutien des programmes de recyclage, ce qui devrait contribuer à l'accélération de la croissance et au recul du chômage. À plus long terme, cette évaluation montre qu'il faut aller au-delà d'un équilibre budgétaire au fil du cycle. Outre certains problèmes bien connus – le vieillissement démographique, par exemple –, cette analyse suggère que la situation exacte des finances publiques ne peut se révéler qu'en phase de repli de l'activité, lorsque les déséquilibres sectoriels tendent à mettre fin à ce qui n'était qu'un gonflement temporaire des recettes.

... pourrait poser des défis à terme

Dernier point, et non le moindre, la situation des finances publiques a des conséquences fondamentales pour la stabilité financière, et c'est pourquoi une prudence accrue s'impose. Ainsi, les pertes de valorisation sur les obligations d'État affectent directement la solvabilité des établissements qui en détiennent et réduisent le montant des sûretés en contrepartie desquelles ils peuvent emprunter. Ce mécanisme semble être à l'œuvre en Grèce, où les banques ont rencontré de plus en plus de difficultés à obtenir des financements car les investisseurs focalisent leur attention sur le risque d'une restructuration de la dette publique. Mais l'adoption, par les pouvoirs publics, de mesures de soutien de grande envergure en faveur des banques en difficulté représente de toute évidence une forte ponction sur la trésorerie – l'Irlande en est la parfaite illustration –, qui ne peut être absorbée sans une situation budgétaire solide.

## Conclusions

Le présent chapitre est porteur d'un message essentiel : la croissance affichée durant les années d'expansion qui ont précédé la crise n'était pas tenable et les déséquilibres accumulés durant ces années menacent de brider la croissance dans les économies avancées pendant quelque temps encore.

Une croissance insoutenable avant la crise

Les secteurs de l'immobilier et de la finance ne tireront sans doute pas autant la croissance qu'ils ne l'ont fait avant 2007. De nombreux pays se retrouvent avec un large stock d'invendus dans l'immobilier, dont la résorption prendra des années. De même, la croissance du secteur financier avant 2006–2007 répondait au moins en partie à l'inadéquation de la réglementation en

La composition sectorielle de l'économie doit changer

<sup>17</sup> Selon nos estimations, l'effet sur les recettes avoisine 2,2 % du PIB, comparé aux 2,9 % de Suárez, *op. cit.*

vigueur, et cette situation ne devrait pas se répéter dans les années qui viennent (chapitre V). La composition sectorielle de l'économie doit donc changer si l'on veut tirer parti des nouvelles perspectives de croissance. Le soutien aux secteurs en déclin risque de se faire au détriment des secteurs plus dynamiques.

Remettre de l'ordre dans le système financier pour rétablir l'offre de crédit

Des mesures devraient être prises pour remettre de l'ordre dans le système bancaire, de façon à ce que les futurs secteurs en croissance aient accès à des crédits solides. Cela veut dire que les banques ont besoin de fonds suffisants pour pouvoir absorber pertes et dépréciation d'actifs compromis. L'exemple du Japon au milieu des années 1990 montre que la non-comptabilisation des pertes entraîne une mauvaise allocation des ressources et crée un climat d'incertitude, ce qui entrave la croissance économique. Quand les banques ne sont pas tenues de déprécier leurs actifs (et de réduire leur bilan), elles sont en fait incitées à renouveler systématiquement des prêts improductifs à des sociétés qui auraient dû déposer leur bilan<sup>18</sup>. Au Japon, cela a contribué à la stagnation de l'économie en empêchant les restructurations et en réduisant ainsi les possibilités de bénéfices pour les sociétés en bonne santé<sup>19</sup>. Ce n'est qu'après un examen rigoureux des portefeuilles de prêts improductifs des banques en 1998 et une deuxième vague d'injections de capitaux que les banques japonaises ont recommencé à prêter.

La croissance favorisera le désendettement

Remettre l'économie sur la voie de la croissance en prenant les mesures qui viennent d'être exposées favorisera grandement l'indispensable processus de réduction de l'endettement public et privé. Mais, si la croissance est un élément essentiel du processus de désendettement, ce ne saurait être le seul. Les ménages consacrent d'ores et déjà une part importante de leur revenu au remboursement de leur dette.

L'assainissement des finances publiques s'impose...

L'endettement public continue en revanche d'augmenter. Il était légitime de laisser se creuser d'importants déficits budgétaires durant la crise et immédiatement après, car cette politique budgétaire expansionniste permettait alors d'éviter le pire. Maintenant que la reprise est engagée, toutefois, cette stratégie est de plus en plus dangereuse. Le sentiment du marché peut très vite changer, et forcer les pouvoirs publics à prendre des mesures encore plus draconiennes que celles qui auraient été nécessaires à un stade antérieur.

L'assainissement des finances publiques ne se fera pas en un jour, mais il doit commencer dès maintenant. Les mesures adoptées varieront d'un pays à l'autre mais, pour être crédibles, elles devront remédier aux faiblesses fondamentales du cadre des finances publiques. Selon les pays, les autorités devront faire face, à l'avenir, à des charges plus ou moins lourdes au titre du vieillissement démographique<sup>20</sup>, du niveau excessif des prestations sociales ou du déséquilibre entre leurs sources de recettes, pour ne citer que trois

<sup>18</sup> J. Peek et E. Rosengren, « Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan », *American Economic Review*, vol. 95, n° 4, septembre 2005, pp. 1144-1166.

<sup>19</sup> R. Caballero, T. Hoshi et A. Kashyap, « Zombie lending and depressed restructuring in Japan », *American Economic Review*, vol. 98, n° 5, décembre 2008, pp. 1943-1977.

<sup>20</sup> Voir BRI, *80<sup>e</sup> Rapport annuel*, juin 2010, pp. 70-72.

facteurs. Dans bien des cas, il faudra du temps avant que les réformes structurelles qui s'imposent entraînent effectivement une réduction des déficits, et c'est pourquoi il faut les engager sans tarder. L'adoption d'un calendrier législatif de mise en œuvre rendrait cette initiative plus crédible et réduirait l'incertitude quant aux éventuelles mesures d'assainissement. Cela dit, les promesses perdent en crédibilité lorsqu'il n'est pas possible d'en suivre la concrétisation.

Mais les problèmes à résoudre vont au-delà de la nécessité immédiate de réduire les déficits et l'endettement. Il faut approfondir la réforme structurelle des systèmes fiscaux pour éviter le retour des boums du crédit qui ont fini par conduire à la crise. Les systèmes d'imposition présentent toujours des distorsions en faveur de l'accumulation de dettes, telles que les déductions fiscales applicables à certaines charges d'intérêts. Plus généralement, étant donné que la fiscalité et les dépenses publiques vont représenter une part croissante de la production totale à l'avenir, les distorsions induites par la politique budgétaire sont appelées à prendre une importance toujours plus grande et toutes les réformes – y compris celles qui sont neutres sur le plan des recettes – permettant de réduire ces distorsions pourraient être utiles.

La crise a montré que les cadres budgétaires présentaient des faiblesses importantes auxquelles il convient de remédier. Avant la crise, par exemple, les budgets étaient élaborés sans tenir compte de la sensibilité des finances publiques aux boums des prix des actifs et du crédit. Pour ne pas commettre à nouveau cette erreur, il nous faut de meilleures mesures des déficits corrigés des variations conjoncturelles, qui filtrent non seulement l'impact du cycle conjoncturel normal mais aussi celui des boums des prix des actifs et du

... dans le cadre de stratégies nouvelles

Les économies émergentes dans le piège du boum du crédit et de l'immobilier ?										
En %										
	Croissance du PIB réel	Inflation	Croissance du crédit		Crédit/ PIB	Solde budgét. <sup>1</sup> / PIB <sup>2</sup>	Solde budgét. structurel <sup>1</sup> / PIB potentiel <sup>2</sup>	Dettes publique/ PIB <sup>2</sup>	Croissance des prix de l'immobilier	
	2010			Moyenne 2006–10	2010				Moyenne 2006–10	
Brésil	7,5	5,0	26,0	24,7	53,4	-2,9	-3,0	66,1	...	...
Inde	10,4	9,6 <sup>3</sup>	26,8	21,8	53,5	-9,4	-10,0	72,2	...	...
Chine	10,3	3,3	20,3	20,2	132,0	-2,6	-2,9	17,7	10,6	11,3
	2006			Moyenne 2002–06	2006				Moyenne 2002–06	
Irlande	5,3	2,7	23,4	20,3	181,4	2,9	-4,2	24,8	13,6	10,7
Espagne	4,0	3,6	24,3	19,2	167,2	2,0	0,7	39,6	10,4	15,0
Royaume-Uni	2,8	2,3	13,3	10,6	170,8	-2,6	-2,8	43,1	6,3	11,1
États-Unis	2,7	3,2	9,6	8,3	58,9	-2,0	-2,0	61,1	7,1	8,1

<sup>1</sup> Administrations publiques. <sup>2</sup> Estimations d'avril 2011. <sup>3</sup> Prix de gros.

Sources: FMI, *Fiscal Monitor* et *Perspectives de l'économie mondiale*; CEIC; données nationales.

Tableau II.2



crédit. Il nous faut aussi des règles budgétaires qui garantissent que toute hausse temporaire des recettes sera traitée comme telle et n'incitera pas à un excès d'optimisme dans l'évaluation des comptes publics.

Enfin, le lien étroit entre stabilité budgétaire et stabilité financière durant la crise souligne combien il importe de disposer d'une marge de manœuvre budgétaire pour pouvoir gérer de futures crises, même si elles ne sont pas dues au secteur financier. Les pays confrontés à des catastrophes naturelles, par exemple, pourront apporter rapidement une réponse plus complète s'il leur est possible de mobiliser des ressources importantes sans atteindre leurs limites d'emprunts.

Des déséquilibres  
semblables  
s'accumulent dans  
les économies  
émergentes

Au moment où nous rédigeons ce rapport annuel, de nombreuses économies émergentes affichent une croissance rapide, un boum de l'immobilier et un accroissement de la dette privée. Ainsi, le Brésil, la Chine et l'Inde ont tous connu une hausse moyenne du crédit supérieure à 20 % par an entre 2006 et 2010, donc supérieure ou égale à celle enregistrée en Irlande et en Espagne (tableau II.2). Les économies émergentes ont échappé au plus dur de la dernière crise. Si elles peuvent tirer ce qui pourrait en être la principale leçon – mieux vaut prévenir que guérir –, elles réussiront peut-être à éviter d'en faire les frais.