

III. Rééquilibrer la croissance

Cinq ans après le début de la crise des crédits hypothécaires à risque (*subprime*), la croissance économique mondiale reste déséquilibrée. Parmi les économies avancées qui sont encore aux prises avec les répercussions de l'effondrement du crédit et de l'immobilier, les cas de l'Espagne, des États-Unis, de l'Irlande et du Royaume-Uni sont les plus notables. En Espagne et en Irlande, le bâtiment et les autres secteurs liés à l'immobilier ont subi un repli particulièrement marqué. Il est probable que ces déséquilibres sectoriels auront des effets importants et durables sur le chômage. Par ailleurs, dans ces pays, bon nombre de ménages et d'entreprises ont du mal à honorer le service de leurs dettes, comme en témoigne le volume élevé de prêts improductifs sous lequel croulent leurs systèmes bancaires. Le ratio d'endettement et le coût du service des emprunts augmentent également dans plusieurs des pays qui n'ont pas vu s'effondrer leur secteur immobilier, même si la proportion de créances douteuses y reste faible. En outre, certaines économies fortement dépendantes des exportations vont probablement être confrontées à des problèmes dans un proche avenir.

Le présent chapitre s'intéresse tout d'abord aux déséquilibres structurels qui doivent être corrigés avant que les économies puissent s'engager sur la voie d'une croissance régulière. Il traite ensuite plus particulièrement de la dette du secteur privé (voir le chapitre V pour un examen de la dette publique), non seulement dans les pays qui ont connu une crise financière d'origine interne mais aussi dans les autres. La dernière partie étudie les conséquences de cette situation pour l'action des pouvoirs publics.

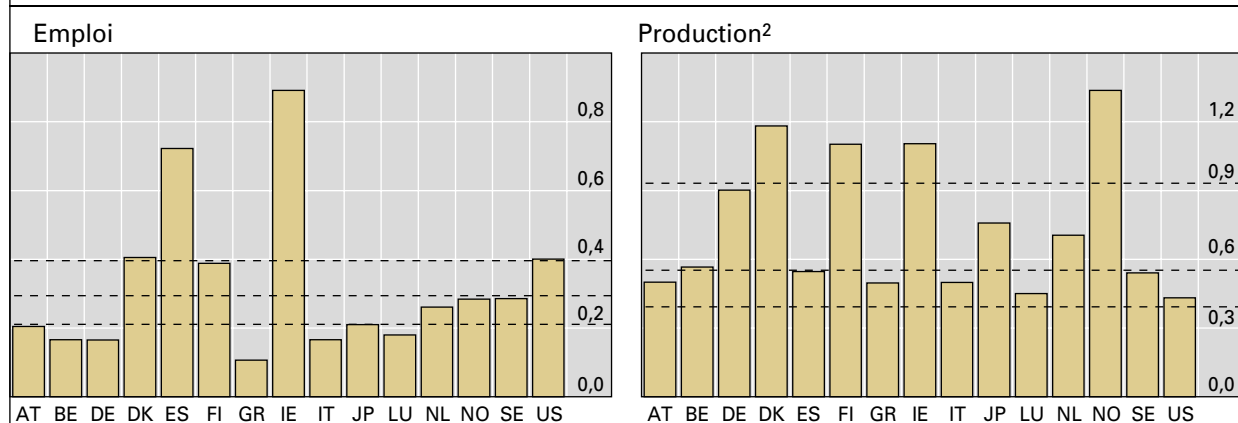
Ajustement structurel

Dans de nombreux pays, le modèle de croissance va devoir évoluer. La hausse des prix de l'immobilier dans certaines économies a suscité une croissance rapide du secteur du bâtiment et des autres activités liées à l'immobilier. Ces déséquilibres doivent être résolus pour que ces économies puissent revenir sur la voie d'une croissance viable. L'effondrement du secteur de l'immobilier a aussi mis en évidence des faiblesses structurelles, telles que la rigidité de la réglementation des marchés du travail ou des produits, qui étaient présentes depuis longtemps mais paraissaient sans importance lorsque la conjoncture était porteuse. Or, elles peuvent empêcher un ajustement quand l'économie subit un choc.

Les enjeux sont différents pour les économies qui se sont spécialisées dans les exportations vers des pays dont le rythme de croissance sera probablement moins soutenu à l'avenir. Certaines de ces économies sont très compétitives, du moins dans certains secteurs, mais elles restent néanmoins vulnérables à un ralentissement de la croissance chez leurs partenaires commerciaux.

Emploi et production: déséquilibres sectoriels durant la récente récession¹

Degré de concentration des pertes d'emplois et de production (variation moyenne, en valeur absolue, des parts sectorielles entre 2008 et 2009), en pts de %



AT = Autriche; BE = Belgique; DE = Allemagne; DK = Danemark; ES = Espagne; FI = Finlande; GR = Grèce; IE = Irlande; IT = Italie; JP = Japon; LU = Luxembourg; NL = Pays-Bas; NO = Norvège; SE = Suède; US = États-Unis.

¹ Les lignes discontinues indiquent, de bas en haut, les 1^{er}, 2^e et 3^e quartiles d'un échantillon de périodes de contraction de l'activité (périodes de croissance négative) dans les pays cités entre 1980 et 2009. ² Valeur ajoutée.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques* et STAN; calculs BRI.

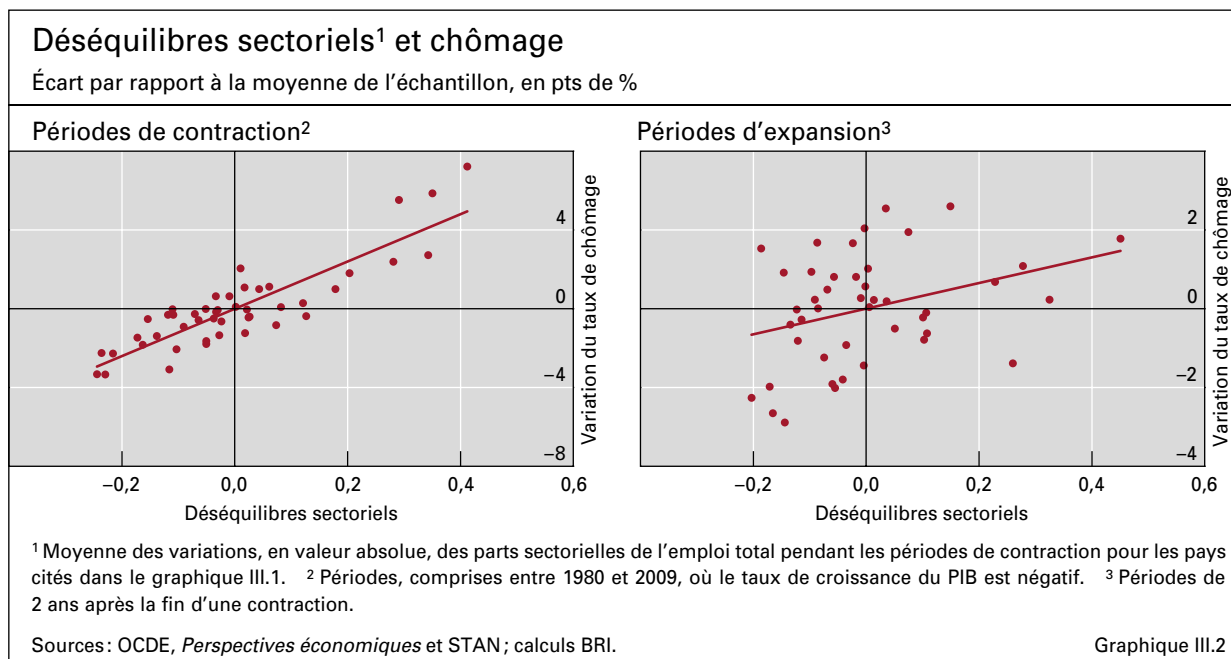
Graphique III.1

Le chômage après l'éclatement de la bulle de l'immobilier

Le chômage reste élevé dans bon nombre d'économies avancées, et pas seulement celles qui souffrent de problèmes de dette souveraine (chapitre II). La persistance d'un chômage élevé s'explique, entre autres, par l'accumulation de déséquilibres sectoriels avant la crise, dont l'ampleur n'est pleinement apparue qu'à une date récente¹. Pendant le boum de l'immobilier, des secteurs comme le bâtiment, les transactions immobilières ou la finance ont connu une croissance nettement plus rapide que le reste de l'économie. En Irlande, par exemple, la part du bâtiment dans le total des emplois est passée de 8,6 % à 13 % entre 1997 et 2007, tandis qu'en Espagne, elle grimpeait de 10 % à 14 % pendant la même période. En comparaison, aux États-Unis, elle est restée pratiquement stable durant cette période, passant simplement de 4,5 % à 5,2 %. Mais l'expansion démesurée du secteur du bâtiment en Irlande et en Espagne s'est très vite essouffée pendant la récente récession, et sa part dans le total des emplois est repassée au-dessous des niveaux de 1997. Le taux élevé du chômage dans ces pays indique que les travailleurs licenciés n'ont, dans l'ensemble, pas trouvé d'autre source d'emploi, montrant à quel point la réaffectation des ressources entre secteurs peut être difficile. Un tel phénomène est de nature à ralentir la reprise.

C'est généralement lorsque la conjoncture se gâte que les déséquilibres se révèlent. Un bon indicateur des déséquilibres sectoriels qui se sont accumulés pendant le boum est donc la concentration des pertes d'emplois et de production sur certains secteurs durant la phase basse du cycle, car ce sont les secteurs qui ont atteint des dimensions intenable qui se contractent le plus. Ainsi, les pertes d'emplois résultant de la crise financière étaient bien plus concentrées dans certains secteurs en Espagne et en Irlande qu'en Allemagne

¹ BRI, *81^e Rapport annuel*, juin 2011, chapitre II.



ou au Japon (graphique III.1, cadre de gauche), deux pays qui n'ont pas connu un essor interne de l'immobilier et de la construction, mais qui ont « importé » la crise par les voies commerciales et financières. Les pertes d'emplois subies par l'Espagne et l'Irlande pendant la récente récession ont même été nettement plus concentrées sur des secteurs particuliers que lors des crises précédentes. La situation constatée aux États-Unis se situe entre les deux groupes de pays.

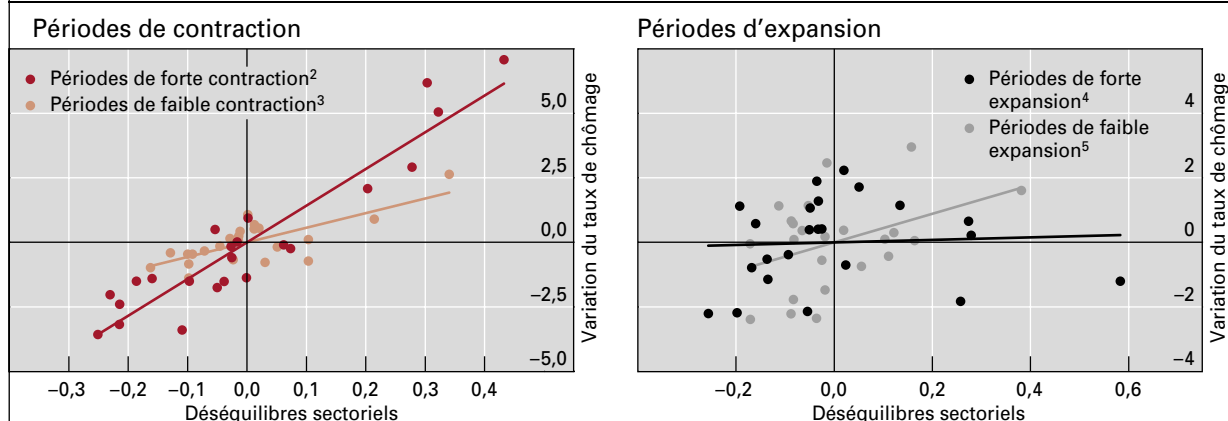
La concentration des pertes de production (graphique III.1, cadre de droite) offre un tableau quelque peu différent de celui des pertes d'emplois. Certains des pays où les pertes d'emplois ont été extrêmement concentrées, comme l'Irlande, ont aussi fait l'objet d'une contraction très concentrée de la production, tandis que d'autres non. En fait, à moins de 0,4, la corrélation entre les déséquilibres sectoriels calculés en fonction des emplois et en fonction de la production est plus faible que ce qu'on pourrait penser. Par exemple, certains pays, comme l'Allemagne ou la Norvège, où le recul de l'emploi n'était pas particulièrement concentré, ont connu une récession gravement déséquilibrée en termes de production. Inversement, la baisse de la production en Espagne s'est répartie plus uniformément que les pertes d'emplois entre les différents secteurs.

Lorsqu'il existe de grands déséquilibres sectoriels, la hausse du chômage est souvent plus marquée pendant une période de contraction (graphique III.2, cadre de gauche). D'ailleurs, la concentration sectorielle des pertes d'emplois explique l'augmentation du chômage encore mieux que l'ampleur du recul de la production (loi d'Okun)². Par exemple, le chômage a augmenté de 8 points de plus en Espagne qu'au Japon entre 2007 et 2009. Selon nos estimations,

² Ce résultat est obtenu par estimation sur la base d'une régression pour un échantillon de pays de l'OCDE, dans laquelle l'évolution du taux de chômage pendant une récession dépend à la fois de la variation du PIB et de la concentration sectorielle des pertes d'emplois pendant cette récession. Ce résultat laisse penser que l'aggravation du chômage pendant une récession ne dépend pas tant de la gravité de la crise que de son degré de déséquilibre.

Déséquilibres sectoriels¹ et chômage, selon l'ampleur de la contraction ou de l'expansion

Écart par rapport à la moyenne de l'échantillon, en pts de %



¹ Moyenne des variations, en valeur absolue, des parts sectorielles de l'emploi total pendant les périodes de contraction pour les pays cités dans le graphique III.1. ² Périodes de contraction où le repli du PIB est inférieur à la médiane. ³ Périodes de contraction où le repli du PIB est supérieur à la médiane. ⁴ Périodes d'expansion où la croissance du PIB est supérieure à la médiane. ⁵ Périodes d'expansion où la croissance du PIB est inférieure à la médiane.

Sources : OCDE, *Perspectives économiques* et STAN ; calculs BRI.

Graphique III.3

environ 70 % de cet écart, soit 5,6 points, peuvent s'expliquer par le fait que la crise était plus déséquilibrée en Espagne. En moyenne, les différences de déséquilibres sectoriels entre pays expliquent 60 % des différences d'évolution du chômage selon les pays pendant les récessions, alors que la baisse du PIB n'en représente que moins de 20 %.

De plus, un profond déséquilibre sectoriel entraîne non seulement une poussée plus marquée du chômage lors d'une récession, mais aussi un reflux plus lent durant la période d'expansion qui suit (graphique III.2, cadre de droite)³. Cela n'a rien de surprenant, étant donné la difficulté de réaffecter les ressources entre secteurs. Si les pertes d'emplois sont très concentrées pendant la période de contraction, la réduction du chômage est plus lente durant les deux premières années de la reprise, même si l'on tient compte de la croissance du PIB. Par exemple, l'Espagne, qui, avec l'Irlande, a enregistré la plus forte concentration des pertes d'emplois, a également connu la plus vive augmentation du chômage pendant la phase d'expansion qui a suivi. Ces estimations laissent d'ailleurs penser que, toutes choses égales par ailleurs, le chômage aux États-Unis aurait baissé de 1,3 point de plus si, durant les deux années qui ont suivi la récente récession, la répartition sectorielle des pertes d'emplois aux États-Unis avait ressemblé à celle de l'Allemagne.

L'impact des déséquilibres sectoriels sur le chômage est particulièrement important en cas de grave récession et de faible reprise (graphique III.3). Cela donne à penser que la croissance de la production n'explique que de façon indirecte le chômage lors des récessions, en augmentant le coût des déséquilibres sectoriels. En phase d'expansion, par contre, la croissance du PIB joue un rôle à la fois direct et indirect pour expliquer le chômage. Dans une phase de forte expansion, le chômage recule plus rapidement

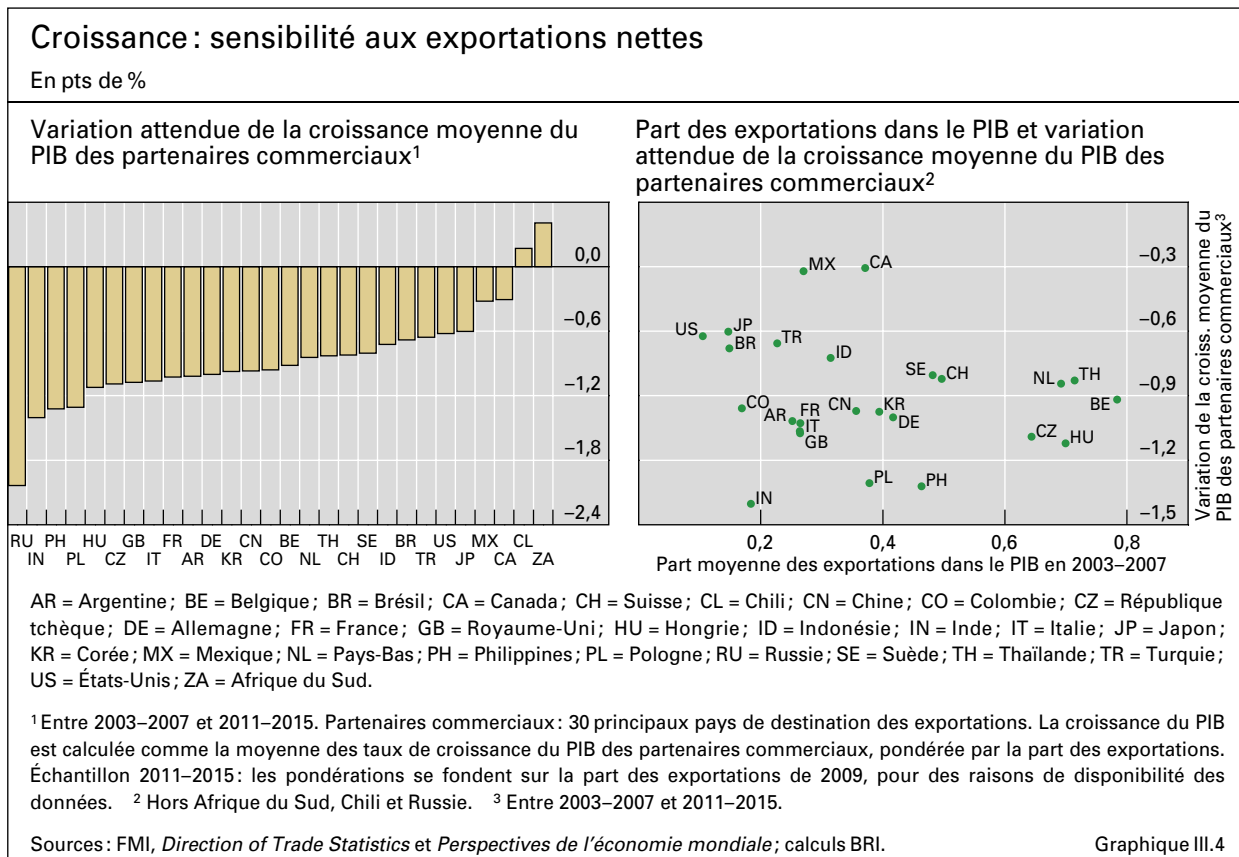
³ La période d'expansion est définie comme les deux années qui suivent la fin d'une période de contraction.

même si les déséquilibres sectoriels sont importants. Ceux-ci n'ont une incidence que dans une phase de faible expansion, où ils ralentissent la réduction du chômage.

Par conséquent, une forte contraction conjuguée à des déséquilibres sectoriels sans précédent constitue la combinaison la plus défavorable pour l'évolution du marché du travail dans les prochaines années. C'est, hélas, la perspective qui s'offre aujourd'hui à l'Espagne, aux États-Unis et à l'Irlande. Ce sont en effet des pays qui ont tous été confrontés à une récession déséquilibrée suivie d'une reprise peu vigoureuse, ce qui explique en partie pourquoi le chômage y reste aussi élevé. À plus long terme, cette combinaison de graves déséquilibres sectoriels et d'une reprise hésitante peut instaurer les conditions d'une période prolongée de chômage élevé.

Dépendance vis-à-vis de la demande extérieure

D'après les prévisions, nombre de pays doivent s'attendre à une croissance lente pendant un certain temps. Du fait que les exportations vers ces économies n'auront pas un effet aussi stimulant sur la production que par le passé, les pays dont la croissance dépendait des exportations devront revenir à un modèle de croissance plus axé sur le marché intérieur. On voit par exemple dans le graphique III.4 (cadre de gauche) que, sur un échantillon représentatif constitué de 28 économies émergentes et avancées, seuls deux pays peuvent escompter que la croissance de leurs partenaires commerciaux sera plus rapide pendant la période 2011–2015 qu'elle ne



l'était sur la période 2003–2007⁴. Toutes les autres économies devront faire face à une dégradation (parfois sensible) de la croissance de leurs marchés d'exportation ces prochaines années si les prévisions de croissance se confirment. Des pays comme la Russie ou l'Inde pourraient devoir affronter de puissants vents contraires si leurs partenaires commerciaux (Ukraine et Turquie pour la Russie, marchés du Moyen-Orient pour l'Inde) voient leur croissance se ralentir comme l'annoncent les prévisions pour la période 2011–2015. La plupart des pays européens pourraient se trouver dans la même situation, car ils sont les uns pour les autres d'importants partenaires commerciaux et leurs prévisions de croissance ont été sensiblement révisées à la baisse.

Plus une économie dépend des exportations, plus elle souffre d'une contraction de la croissance sur ses marchés d'exportation. Le graphique III.4 (cadre de droite) montre la baisse attendue de la croissance de la demande extérieure (cadre de gauche) par rapport à la part moyenne des exportations dans le PIB pendant la période 2003–2007. Il faudrait bien sûr aussi tenir compte du contenu d'importation des produits exportés, mais les données en la matière sont trop parcellaires. Deux groupes de pays émergent de ce diagramme.

Le premier groupe réunit les petites économies ouvertes où les exportations représentent une grande part du PIB – plus de 60 % – et qui devraient pâtir d'un très net recul de la croissance chez leurs partenaires commerciaux. Parmi ce groupe figurent la Belgique, la Hongrie, les Pays-Bas, la République tchèque et la Thaïlande. Par exemple, environ 20 % des exportations thaïlandaises sont destinées à des pays dont la croissance devrait diminuer de quelque 2 points de pourcentage sur la période 2011–2015 par rapport à 2003–2007.

Le deuxième groupe se compose de pays qui devraient être relativement insensibles à l'évolution extérieure, soit parce que ce sont de grandes économies dans lesquelles les exportations ne représentent qu'une petite part du PIB total – comme les États-Unis, le Japon ou le Brésil –, soit parce que la croissance de leur demande extérieure ne devrait diminuer que légèrement – on compte parmi eux le Canada, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie. En particulier, le Canada, le Mexique et les États-Unis pourraient échapper en grande partie aux effets néfastes d'une croissance médiocre chez leurs autres partenaires, car ces économies ont des échanges importants entre elles et de nombreux analystes tablent sur une croissance relativement vigoureuse dans ces pays.

La Chine ainsi que les grands pays d'Europe occidentale (Allemagne, France, Italie et Royaume-Uni) se situent entre ces deux groupes. Ils seront probablement confrontés à un net recul de la croissance de leurs partenaires commerciaux (environ –1 point), mais leurs exportations ne représentent pas plus de 40 % de leur PIB environ, ce qui limite les conséquences négatives du ralentissement de la progression de la demande externe. Parmi ces pays, l'Allemagne pourrait être le plus vulnérable.

⁴ Le recul attendu de la croissance de la production est estimé par comparaison du taux moyen de croissance du PIB des 30 premiers marchés d'exportation sur la période 2003–2007 avec les projections pour la période 2011–2015.

Viabilité de la dette

En fin de compte, c'est le caractère insoutenable des dettes qui est à la source de la crise financière, et rien n'indique que la situation se soit vraiment améliorée depuis. Les indicateurs de soutenabilité de la dette n'ont guère progressé dans les pays qui sont au cœur de la crise financière, et ils se sont aggravés dans de nombreuses autres économies.

Le prix des logements en Espagne, aux États-Unis, en Irlande et au Royaume-Uni – pays où la bulle immobilière a éclaté – est nettement inférieur à son niveau antérieur à la crise, et bon nombre de ménages et d'entreprises ont du mal à rembourser les dettes contractées pendant le boum⁵. Les chiffres agrégés semblent indiquer que les ménages en Espagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni sont parvenus à réduire quelque peu leur endettement. En Irlande, le ratio dette/revenu est resté stable, car les gros volumes de remboursement ont été neutralisés par une contraction équivalente des revenus disponibles. Le désendettement a beaucoup moins progressé dans le secteur des entreprises non financières en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, l'endettement des entreprises non financières est resté relativement inchangé durant le boum de l'immobilier, ce qui porte à croire que la nécessité de se désendetter n'a pas été ressentie de manière générale lorsque la crise est survenue.

Cela étant, il se peut que le ratio agrégé dette/revenu donne une image trop bénigne de la situation. Des données plus fines concernant les États-Unis semblent indiquer que, globalement, le désendettement ne s'est pas fait par l'effacement de dettes non viables⁶. Il résulte surtout du fait que les ménages ont été bien moins nombreux à accroître le volume de leurs emprunts hypothécaires, par exemple afin d'obtenir des crédits à la consommation gagés sur leur logement, et parce que le nombre de nouveaux emprunts hypothécaires a chuté en flèche. Les primo-accédants à la propriété ont été peu nombreux à emprunter, ce qui correspond à l'atonie du marché immobilier, comme le montre l'excédent de logements invendus. De fait, la proportion de ménages ayant signalé la probabilité ou la très forte probabilité qu'ils soient dans l'incapacité d'honorer les échéances de leurs crédits hypothécaires au cours de l'année à venir n'a pratiquement pas diminué. Cela illustre la progression limitée du processus de désendettement⁷. Nous n'avons pas connaissance de données comparables pour l'Espagne, l'Irlande ou le Royaume-Uni, mais le nombre restreint de transactions réalisées donne à penser que la situation n'y est guère différente, comme l'indique aussi le

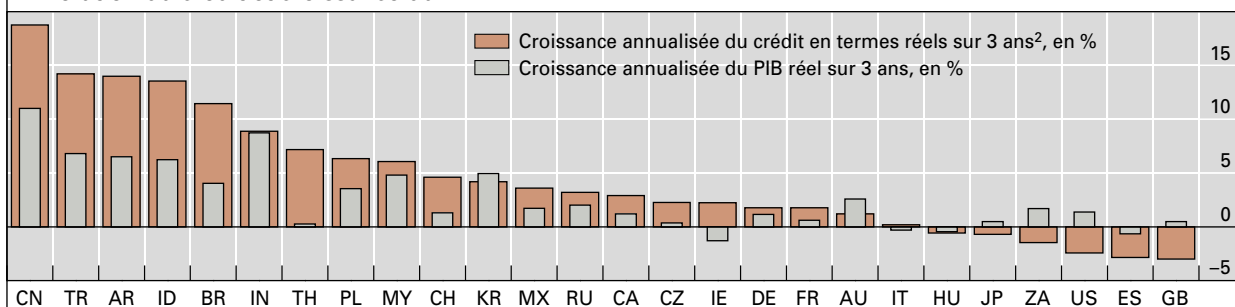
⁵ Voir BRI, *81^e Rapport annuel*, juin 2011, pp. 28–31, à propos du désendettement du secteur privé non financier.

⁶ Les réductions de valeur ont été importantes, mais elles ne se sont pas traduites par une réduction proportionnelle de l'endettement, car les biens immobiliers font souvent l'objet d'un nouveau crédit hypothécaire lorsqu'ils sont vendus. Pour cette raison, les données agrégées ne révèlent pas la contribution des pertes à l'évolution de l'endettement des ménages.

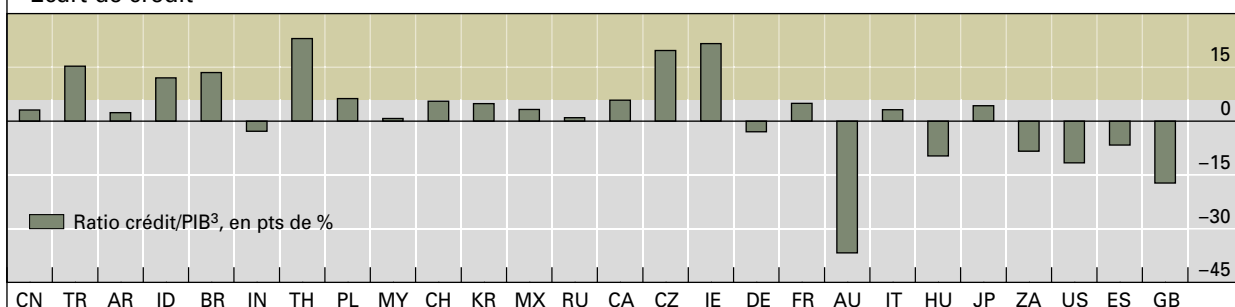
⁷ N. Bhutta, *Mortgage debt and household deleveraging : accounting for the decline in mortgage debt using consumer credit record data*, Conseil de la Réserve fédérale, Finance and Economics Discussion Series, 2012–2014, et K. Dynan, « Is a household debt overhang holding back consumption ? », Brookings Institution, 2012, document interne.

Évolution du crédit, croissance du PIB et écart de crédit

Évolution du crédit et croissance du PIB¹



Écart de crédit



AR = Argentine; AU = Australie; BR = Brésil; CA = Canada; CH = Suisse; CN = Chine; CZ = République tchèque; DE = Allemagne; ES = Espagne; FR = France; GB = Royaume-Uni; HU = Hongrie; ID = Indonésie; IE = Irlande; IN = Inde; IT = Italie; JP = Japon; KR = Corée; MX = Mexique; MY = Malaisie; PL = Pologne; RU = Russie; TH = Thaïlande; TR = Turquie; US = États-Unis; ZA = Afrique du Sud.

Zone ombrée: écart de crédit supérieur à 6 %.

¹ Taux de croissance mesuré sur 3 ans; derniers chiffres disponibles. ² Crédit total au secteur privé non financier. ³ Écart du ratio crédit/PIB par rapport à sa tendance de long terme; derniers chiffres disponibles.

Sources: banques centrales; OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; calculs BRI.

Graphique III.5

fait que, dans ces pays, les effacements de la dette des ménages ont été moins fréquents qu'aux États-Unis.

Si l'encours de la dette rapporté au PIB a diminué dans les quatre pays qui ont subi un effondrement de leur secteur immobilier parallèlement à une crise financière, le ratio dette/PIB a continué de s'élever dans de nombreuses autres économies (graphique III.5, cadre supérieur). Ces dernières années, plusieurs grandes économies émergentes (ÉcÉm) ont enregistré une expansion particulièrement rapide du crédit. Ainsi, en Chine, le crédit réel a augmenté de près de 20 % par an ces trois dernières années, bien que le rythme ait ralenti récemment. Le crédit réel en Turquie, en Argentine, en Indonésie et au Brésil a également progressé beaucoup plus vite que le PIB, et sa croissance s'est même accélérée ces trois dernières années. Mais les ÉcÉm ne sont pas les seules à enregistrer une forte croissance du crédit. Dans plusieurs des pays avancés qui ont échappé à un boum de l'immobilier ou du crédit, mais dont le secteur bancaire est néanmoins sous tension (par exemple la France, l'Italie et la Suisse), les ménages ont contracté un volume considérable d'emprunts supplémentaires, dont une bonne partie pour financer des acquisitions immobilières. Seuls les ménages allemands ont continué à réduire leur taux d'endettement par rapport à leurs revenus.

Pourtant, une croissance rapide du crédit n'est pas nécessairement néfaste. Dans bien des ÉcÉm, les systèmes financiers sont encore relativement sous-développés et nombre de ménages et d'entreprises sont exclus des circuits officiels du crédit. L'expansion rapide du crédit peut donc refléter tout aussi bien un développement du secteur financier que des excès dans ce domaine. Et même dans les économies avancées, une forte croissance du crédit n'annonce pas nécessairement des vulnérabilités financières.

Il faut cependant un certain temps pour que le secteur financier gagne en profondeur : si l'essor du crédit sature la capacité des institutions financières à filtrer et à traiter les prêts, il peut en résulter de mauvaises décisions de crédit et des tensions financières, même si le volume du crédit est faible par rapport au PIB. En outre, un secteur financier hypertrophié peut absorber une part disproportionnée de la main-d'œuvre qualifiée, entravant ainsi le développement d'autres secteurs de l'économie⁸.

Malheureusement, aucun moyen concluant ne permet d'établir une distinction entre, d'une part, des déséquilibres financiers et, d'autre part, un approfondissement financier ou une croissance du crédit rapide mais durable. Toutefois, une croissance du crédit nettement supérieure à sa tendance à long terme, donnant naissance à un « écart de crédit », annonce souvent une crise financière. Pour l'heure, plusieurs des pays où le crédit est en forte expansion (mais pas tous) présentent un écart de crédit supérieur à 6 %, un niveau qui, par le passé, a souvent prélué à de graves difficultés financières (graphique III.5, cadre inférieur)⁹.

Dans nombre d'ÉcÉm, l'effervescence gagne aussi les prix des actifs. Sur certains grands marchés locaux brésiliens, les prix de l'immobilier ont pratiquement doublé depuis le début de la crise des *subprimes*. En Chine, l'appréciation des actifs immobiliers a été encore plus prononcée. À Pékin et à Shanghai, le prix des terrains a presque quintuplé depuis 2004. Sur d'autres marchés locaux, la hausse n'a pas été aussi marquée, mais les prix ont tout de même fortement augmenté dans bien des cas (chapitre II). Sur tous ces marchés émergents, les déséquilibres semblent s'accumuler surtout au sein de certaines régions, ou de certains segments du marché (le logement haut de gamme en Chine, par exemple). Pourtant, il ne s'ensuit pas nécessairement qu'un éventuel effondrement sera moins dommageable pour le système financier, dans la mesure où les emprunts sont aussi concentrés sur ces segments.

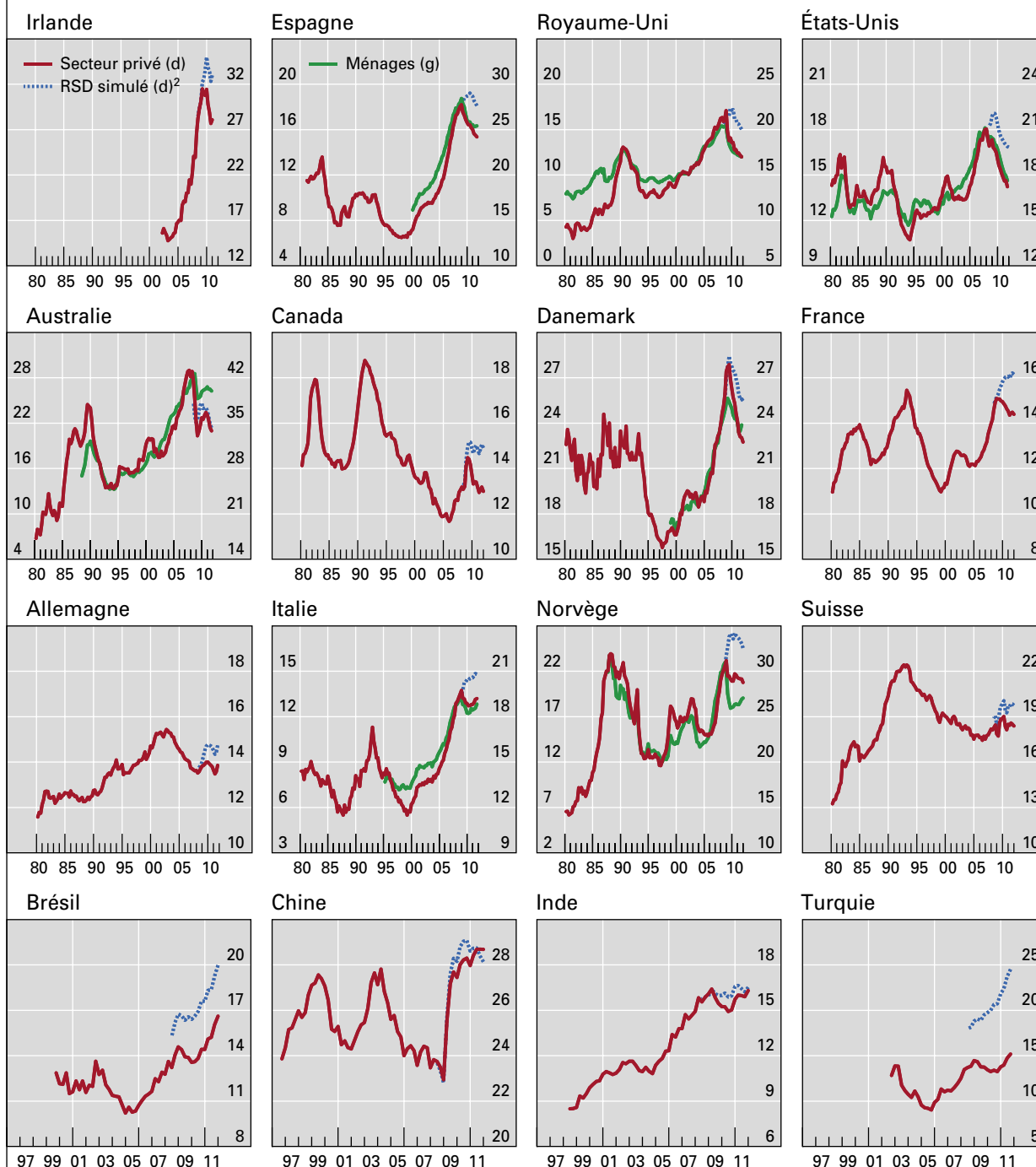
Les indicateurs du coût du service de la dette donnent aussi à penser que le niveau élevé de l'endettement pourrait poser un problème. Au Brésil, en Chine, en Inde et en Turquie, la part du PIB que les ménages et les entreprises affectent au service de leur dette a atteint, ou est en voie d'atteindre, un niveau qui n'avait pas été enregistré depuis la fin des années 1990. Elle pourrait

⁸ S. Cecchetti et E. Kharroubi, « Reassessing the impact of finance on growth », BRI, janvier 2012, document interne.

⁹ L'écart de crédit est la différence entre le ratio encours de dette/PIB et la tendance à long terme de ce ratio, calculée avec un filtre de Hodrick-Prescott et un paramètre de lissage élevé. Voir C. Borio et M. Drehmann, « Assessing the risk of banking crises – revisited », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009, pp. 29–46.

Secteur privé et ménages: ratio du service de la dette¹

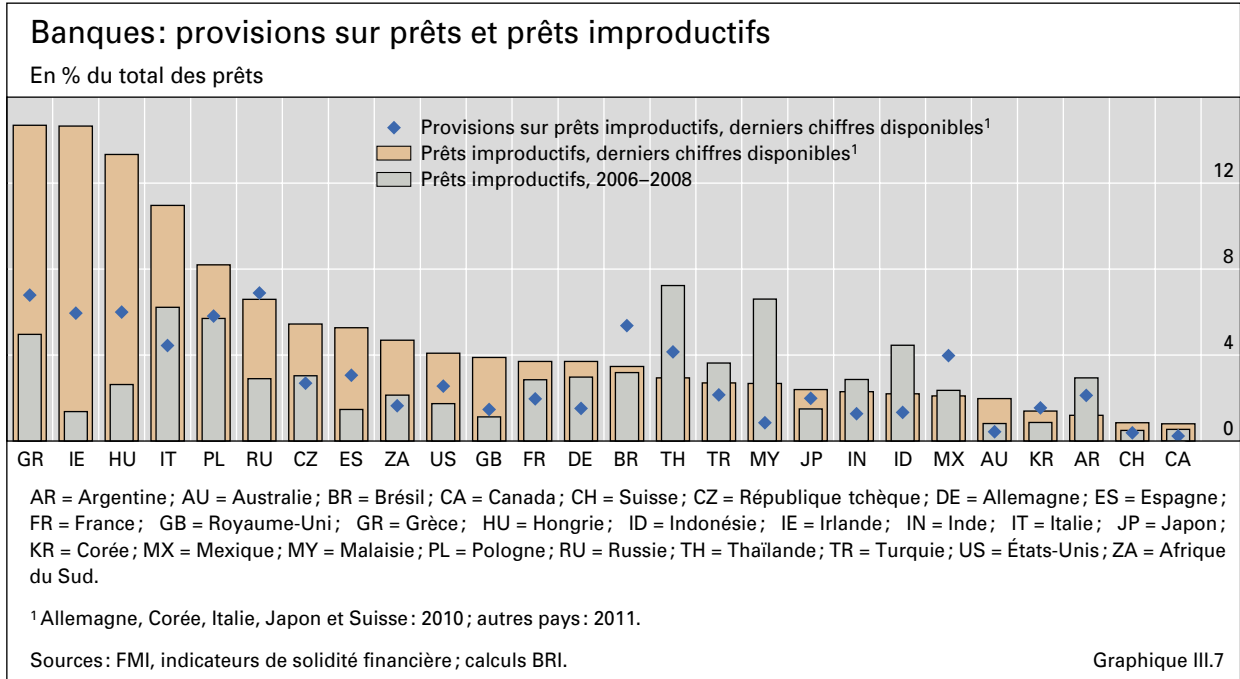
En %



¹ Le ratio du service de la dette (RSD) est la somme des paiements d'intérêts et des remboursements du principal, divisée par le revenu. Une hausse indique une moindre capacité des débiteurs à résister à un choc négatif sur leur revenu. ² Calculé sur la base du niveau réel de l'endettement et du 75^e centile de la distribution des taux d'intérêt depuis T1 2000.

Sources : données nationales ; calculs BRI.

Graphique III.6



même être supérieure si les taux d'intérêt venaient à augmenter par rapport à leurs faibles niveaux actuels (graphique III.6)¹⁰. Lorsque les taux d'intérêt sont bas, les dettes ont tendance à s'accumuler dans les bilans du secteur privé. Quand les taux finissent par augmenter, le renchérissement du service de la dette peut déclencher un processus douloureux de désendettement. Là encore, les économies émergentes ne sont pas les seules à connaître des ratios élevés de service de la dette. Les indicateurs pour la France, l'Italie et la Norvège ont pratiquement atteint leur plus haut niveau depuis trente ans. Dans les pays figurant au graphique III.6, une grande partie de l'endettement est assortie d'échéances relativement courtes (les principales exceptions étant les emprunts immobiliers aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Allemagne et en France). Le coût du service de la dette pourrait augmenter sensiblement si les taux d'intérêt devaient revenir aux niveaux observés lors de récents cycles de taux d'intérêt, comme l'indiquent les lignes discontinues du graphique III.6.

La rapide croissance du crédit sur les marchés émergents et les économies avancées qui connaissent un essor du crédit n'a pas entraîné jusqu'à présent une augmentation significative des prêts irrécouvrables. Le ratio entre les prêts improductifs et le total des prêts dans ces pays reste généralement en deçà ou proche de sa moyenne d'avant la crise financière (graphique III.7). Ce n'est manifestement pas le cas des pays qui doivent acquitter des primes de risque élevées, comme l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et l'Italie. Ce n'est pas non plus le cas de certains pays de l'Europe émergente,

¹⁰ La mesure du ratio du service de la dette correspond à des estimations utilisant des informations relativement imprécises sur la durée des prêts et leur taux d'intérêt moyen. Pour les pays qui ne publient pas ces données, on a multiplié le ratio d'endettement courant par une moyenne pondérée des taux d'intérêt à court terme. Ce raccourci est très efficace pour expliquer le coût du service de la dette même dans les pays pour lesquels de meilleures données sont disponibles.

comme la Hongrie, la Pologne, la Russie et la République tchèque. Cela dit, l'expérience montre que les prêts improductifs sont, au mieux, des indicateurs immédiats, et non précurseurs, d'une crise financière¹¹.

Quelles solutions ?

Le présent chapitre a examiné trois facteurs structurels qui semblent empêcher l'économie mondiale de s'engager durablement sur la voie de la croissance. Le premier est l'accumulation de déséquilibres sectoriels hérités des boums de l'immobilier et du crédit qui ont précédé la crise financière. Le deuxième réside dans une dépendance exagérée à l'égard des exportations vers des pays dont la croissance va probablement ralentir ces prochaines années. Le troisième est constitué par des niveaux d'endettement intenable, que ce soit sous la forme de surendettement dans les pays où une bulle immobilière a éclaté, ou d'une expansion du crédit et de l'immobilier dans les économies qui ont échappé à la crise. La présente section examine les problèmes que posent ces trois facteurs.

Tout d'abord, les boums de l'immobilier et du crédit entraînent une mauvaise affectation des ressources, un problème dont la résolution peut demander du temps. Le secteur du bâtiment et les autres activités liées à l'immobilier, qui ont atteint des proportions excessives, doivent être ramenés à une dimension plus viable, ce qui aura tendance à accroître le chômage. Un soutien aux secteurs en perte de vitesse peut apporter un soulagement à court terme, mais nuire à la croissance à long terme en ralentissant une réaffectation efficace des ressources ou en alourdissant la dette publique. Il est difficile, voire impossible, de savoir *ex ante* quels secteurs seront les nouveaux moteurs de la croissance, même si le déficit élevé des comptes courants avant la crise¹² porte à croire que, dans certains pays, un rééquilibrage en faveur des secteurs produisant des biens ou des services faisant l'objet d'échanges internationaux serait souhaitable. L'élimination des restrictions pesant sur les marchés des biens et des services devrait favoriser ce rééquilibrage¹³. La présence de filets de sécurité en matière de protection sociale est importante pour rendre la transition moins douloureuse mais, dans de nombreux pays, ces systèmes sont soumis à de graves pressions du fait de la précarité des finances publiques (chapitre V).

Ensuite, le remplacement de modèles de croissance privilégiant les exportations par un modèle plus équilibré exige d'importants ajustements structurels, qui ne peuvent pas être mis en œuvre du jour au lendemain. Le point de départ le plus prometteur consisterait à éliminer, au sein de l'économie, toute distorsion qui favorise les exportations au détriment de la production destinée au marché intérieur. Les distorsions les plus évidentes

¹¹ C. Borio et M. Drehmann, *Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences*, BIS Working Papers, n° 284, juin 2009.

¹² BRI, *81^e Rapport annuel*, juin 2011, chapitre III.

¹³ Voir OCDE, *Economic policy reforms 2012 : going for growth*, 2012, pour une liste des obstacles à la réaffectation sectorielle des ressources.

sont les taux de change artificiellement sous-évalués et les subventions (directes ou indirectes) aux exportations¹⁴. Une réglementation excessive (ou simplement inefficace) qui limite l'activité intérieure est une distorsion moins évidente, mais non moins importante. Cependant, la stimulation du crédit et des prix des actifs n'est pas le bon moyen de favoriser l'absorption intérieure, car elle crée des distorsions différentes mais tout aussi dommageables.

Enfin, le troisième défi à relever est celui du niveau insupportable de la dette. Le volume élevé des créances douteuses existant dans les pays qui sont à l'épicentre de la crise indique clairement que la charge de la dette est en grande partie insoutenable. Une dette intenable freine la croissance à travers au moins deux mécanismes. Premièrement, dans les pays qui ont vécu un boum de l'immobilier, les ménages ont augmenté leur taux d'épargne, ce qui ralentira la croissance jusqu'à ce qu'un nouvel équilibre soit atteint. Deuxièmement, le bilan fragilisé des institutions financières restreint leur capacité à proposer de nouveaux crédits à l'appui de projets rentables (chapitre IV). La difficulté est d'inciter les banques et les autres fournisseurs de crédit à constater l'intégralité de leurs pertes ainsi qu'une réduction de valeur de leurs créances (encadré). L'assainissement des bilans est également important pour assurer un apport fluide de crédit à l'économie, surtout lorsqu'il est nécessaire de procéder à une profonde réallocation des ressources entre secteurs¹⁵. Pour favoriser ce processus, il faudra peut-être recourir aux bilans du secteur public.

Un volume de dettes insoutenable pourrait aussi devenir un problème dans les pays où le crédit connaît une croissance d'une vigueur sans précédent. Pour prévenir un tel phénomène, deux mesures sont nécessaires. Premièrement, le taux de croissance du crédit devrait être maintenu à un niveau qui n'obère pas la capacité du système bancaire à assurer un examen convenable de la solvabilité avant d'accorder un prêt. Deuxièmement, les banques et les autres établissements financiers doivent être remis sur pied afin de pouvoir supporter une vague temporaire d'actifs douteux. Alors que les taux d'intérêt sont au plus bas dans les grandes économies avancées et que les marchés émergents voient affluer de gros volumes de capitaux, la politique monétaire se trouve face à un dilemme. Si, de toute évidence, des taux bas ne freinent pas l'essor du crédit, un relèvement des taux d'intérêt peut attirer encore plus de capitaux et donc alimenter un boum du crédit intérieur. Une solution consiste à accompagner la hausse des taux de mesures macroprudentielles telles qu'une augmentation des ratios de fonds propres ou une diminution de la quotité financée par les prêts. Et même si ces instruments ne parviennent pas à ralentir sensiblement la croissance du crédit, ils devraient au moins renforcer la capacité du système financier à faire face aux conséquences d'une crise du crédit.

¹⁴ Il va sans dire que les mesures administratives ne sont pas le seul moyen de fausser les taux de change. Une politique monétaire contracyclique bien intentionnée peut générer des taux de change tout aussi artificiels.

¹⁵ T. Hoshi et A. Kashyap, « Will the US bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan », *Journal of Financial Economics*, n° 97, 2010, pp. 398-417 ; C. Borio, B. Vale et G. von Peter, *Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?*, BIS Working Papers, n° 311, juin 2010.

Ce chapitre a traité de problèmes structurels et de solutions structurelles. Il n'a pas été question de la crise de confiance qui frappe de nombreuses économies, en particulier dans la zone euro. Il est à la fois plus difficile et plus important de résoudre les problèmes structurels lors d'une crise de confiance qu'en des temps plus sereins : plus difficile parce que le chômage est déjà élevé et que les fonds publics susceptibles d'atténuer le coût d'un ajustement à court terme sont plus rares ; plus important parce qu'il est peu probable que la confiance revienne si les autorités ne s'attaquent pas au problème des faiblesses structurelles.

Ramener la dette des ménages à un niveau soutenable

Le présent chapitre fait valoir que la reprise ne deviendra autonome que si la dette des ménages est ramenée à un niveau qui permette son remboursement effectif. Il serait très coûteux de se contenter d'attendre que le problème se résolve de lui-même avec le redressement de l'économie. Le présent encadré décrit brièvement certaines mesures que les autorités pourraient mettre en œuvre pour encourager la restructuration des emprunts hypothécaires, qui représentent la majeure partie de la dette insoutenable.

La première étape pourrait consister à encourager les établissements prêteurs à constater leurs pertes et à réévaluer leurs prêts aux prix du marché. Ils seraient ainsi moins incités à perpétuer les prêts existants en reportant systématiquement les montants dus, et verraient diminuer les coûts supplémentaires qu'entraînent remises de dettes et saisies.

La deuxième étape serait d'instaurer des mécanismes incitant les établissements créanciers à restructurer leurs prêts de sorte que les emprunteurs aient une perspective réaliste de rembourser leur dette. L'expérience montre que les prêteurs sont généralement peu disposés à restructurer leurs prêts, même s'ils disposent de provisions couvrant la majeure partie, voire la totalité, du coût des pertes qui en résulte. Ils préfèrent attendre que l'emprunteur fasse défaut, et saisir ensuite le bien immobilier donné en garantie. Aux États-Unis, 1,9 million de logements faisaient ainsi l'objet d'une procédure de saisie début 2012, soit à peine moins que le pic atteint fin 2009, à plus de 2 millions. La saisie peut apparaître aux yeux d'un établissement prêteur comme la solution optimale, mais elle s'accompagne de coûts élevés sur le plan collectif. En effet, les biens saisis se vendent généralement à un prix nettement inférieur au prix obtenu lors d'une vente volontaire, en partie du fait de dégradations diverses (actes de vandalisme notamment) commises avant la saisie^①. En outre, lorsque les saisies se pratiquent à grande échelle, elles peuvent faire baisser le prix des logements dans les quartiers environnants, compromettant ainsi la viabilité de prêts qui ne poseraient normalement aucun problème.

Plusieurs raisons peuvent expliquer la réticence des banques à restructurer leurs prêts et alléger la dette de leurs débiteurs. Premièrement, il arrive qu'elles recouvrent des prêts même après de graves incidents de paiement. Or, une telle issue positive est éliminée de fait en cas de restructuration. Il s'agit là d'un facteur dissuasif qui peut être particulièrement important lorsque le régime juridique accorde au prêteur non seulement le droit de saisir le bien hypothéqué, mais aussi un droit de recours sur les revenus futurs de l'emprunteur. Deuxièmement, il est difficile de déterminer quel est le niveau de dette réellement soutenable, surtout en période d'incertitude concernant les tendances des prix de l'immobilier et du revenu des ménages. C'est ainsi que de nombreux prêts restructurés se soldent par des défauts^②. Troisièmement, les allègements de dette peuvent donner lieu à une multiplication des incidents de paiement à l'échelle du portefeuille de prêts, dans la mesure où les banques peuvent être considérées comme indulgentes à l'égard des emprunteurs insolubles. Quatrièmement, enfin, les responsables des banques sont tenus de protéger la valeur des actifs de leur établissement. En négligeant ce devoir fiduciaire, ils s'exposent à des poursuites judiciaires.

Les autorités disposent de plusieurs moyens d'action pour inciter les banques à restructurer leurs prêts. Une solution souvent utilisée est la création d'une société de gestion d'actifs^① destinée à racheter les prêts à un prix intéressant pour les banques, c'est-à-dire légèrement supérieur aux prix courants du marché. Une autre solution consiste à subventionner les établissements prêteurs, ou à garantir la dette restructurée lorsqu'une banque consent à renégocier un prêt. Dans certains cas, une modification du cadre juridique pourrait être nécessaire afin d'éliminer les obstacles techniques à la restructuration des prêts^②.

Inciter les établissements prêteurs à constater leurs pertes et à restructurer leurs prêts entraînera, du moins à court terme, des coûts budgétaires et risque en outre de susciter un aléa moral. Ainsi, si les ménages lourdement endettés se voient offrir des conditions plus avantageuses que ceux qui ont été plus prudents, cela pourrait favoriser un comportement d'emprunt irresponsable à l'avenir – un risque qui pourrait être limité par le durcissement de la réglementation des pratiques hypothécaires. Par ailleurs, aider les ménages à réduire leur endettement peut coûter très cher aux budgets publics, mais ce sont des dépenses qui constituent une utilisation productive des fonds publics et qui pourraient, au fil du temps, alimenter une croissance auto-entretenu.

La restructuration des prêts et l'allègement des dettes, menés dans l'optique de limiter les saisies au minimum, contribuent aussi au soutien du système bancaire, ce qui pourrait mettre fin à l'engrenage entre affaiblissement des banques et dégradation de la solvabilité des emprunteurs souverains (chapitre V). À long terme, une société de gestion d'actifs peut même s'avérer rentable pour les budgets publics, comme on l'a vu à de nombreuses reprises par le passé.

^① J. Campbell, S. Giglio et P. Pathak, « Forced sales and house prices », *American Economic Review*, n° 101(5), 2011, pp. 2108–2131. ^② M. Adelino, K. Gerardi et P. Willen, *Why don't lenders renegotiate more home mortgages? Redefaults, self-cures and securitization*, NBER Working Papers, n° 15159, juillet 2009. À l'inverse, le fait que de nombreux prêts soient titrisés, aux États-Unis, ne semble pas constituer un obstacle majeur à la renégociation. ^③ Des exemples de telles structures sont fournis dans L. Laeven et F. Valencia, *Systemic banking crises: a new database*, IMF Working Papers, n° WP/08/224, 2008. ^④ Certains programmes de restructuration de prêts sont analysés dans FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2012, chapitre 3, « Faire face à l'endettement des ménages ».