



Revue de la Banque du Canada

Hiver 2012-2013



Articles

Le Cadre du G20 pour une croissance forte, durable et équilibrée :
le point sur la coordination des politiques macroéconomiques
depuis la crise 1

Robert Lavigne et Subrata Sarker

La reprise de l'économie américaine au sortir de la
Grande Récession : le rôle de la dette et du désendettement . . . 14

Brady Lavender et Nicolas Parent

Résumé de colloque : Intermédiation et vulnérabilités
financières 29

Jason Allen, James Chapman et Ian Christensen



Membres du Comité de rédaction

Président : Allan Crawford

David Beers	Donna Howard	John Murray	Carolyn Wilkins
Paul Chilcott	Sharon Kozicki	Sheila Niven	David Wolf
Don Coletti	Timothy Lane	Lawrence Schembri	
Agathe Côté	Tiff Macklem	Evan Siddall	
Gerry Gaetz	Ron Morrow	Ianthi Vayid	

Rédactrice : Alison Arnot

La *Revue de la Banque du Canada* paraît quatre fois l'an. Les articles sont soumis à un rigoureux processus d'examen. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs et ne traduisent pas nécessairement le point de vue de la Banque.

Les articles de la *Revue* peuvent être reproduits ou cités dans la mesure où le nom de la publication ainsi que la livraison d'où sont tirés les renseignements sont mentionnés expressément.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
Ottawa (Ontario) Canada K1A 0G9

Téléphone : **613 782-8111**; **1 800 303-1282** (sans frais en Amérique du Nord)

Courriel : info@banqueducanada.ca

Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1483-8303

© Banque du Canada, 2013

Le Cadre du G20 pour une croissance forte, durable et équilibrée : le point sur la coordination des politiques macroéconomiques depuis la crise

Robert Lavigne et Subrata Sarker, Analyses de l'économie internationale

- Depuis la crise financière mondiale de 2008, les appels à une coordination plus étroite des politiques macroéconomiques appliquées par les grands pays se sont multipliés. Le Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée défini par le Groupe des Vingt en septembre 2009, lors du sommet de Pittsburgh, propose un mécanisme à l'appui d'une telle concertation.
- Le Cadre a produit certains résultats : les économies avancées ont convenu d'objectifs en matière d'assainissement des finances publiques, et une structure pour la coordination des politiques a été mise en place. Le Cadre a aussi favorisé le bon déroulement du programme de réforme du secteur financier mondial, lequel a progressé de manière satisfaisante sous l'égide du Conseil de stabilité financière.
- Cependant, la croissance de l'économie mondiale est demeurée anémique depuis la fin de la crise, et un rééquilibrage durable de la demande mondiale se fait toujours attendre. En outre, plusieurs pays avancés tardent à se doter de plans crédibles de redressement budgétaire à moyen terme, alors que les progrès vers une flexibilité accrue des taux de change dans certaines économies émergentes sont lents.
- Le défi consiste maintenant à accroître l'empreinte du Cadre sur les politiques mises en œuvre par les pays membres du G20, notamment grâce à un approfondissement des analyses de leurs effets de débordement internationaux et à un renforcement du processus d'examen par les pairs.

Face aux manifestations de plus en plus nombreuses, depuis la crise financière mondiale de 2008, des effets de débordement internationaux des politiques nationales, les gouvernements, les chercheurs et la population en général ont intensifié leurs appels en faveur d'une coordination plus étroite entre les politiques économiques des grands pays. De son côté, le Groupe des Vingt (G20), qui constitue à l'heure actuelle le principal forum de coopération économique internationale, n'est pas resté inactif : il a en particulier

accélération le rythme des réformes au sein du secteur financier mondial, consolidé le Fonds monétaire international (FMI) et accentué la coordination entre les politiques macroéconomiques de ses membres. Le présent article passe en revue les efforts que le G20 a déployés sur ce dernier front, principalement au titre du Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée (ci-après le Cadre), défini par ses membres dans la foulée de la crise.

Que les décideurs politiques tentent à nouveau de coordonner leurs politiques macroéconomiques marque un net changement d'attitude de leur part. Avant l'éclatement de la crise, on reconnaissait que la concertation pouvait procurer des gains sur le plan économique, mais on jugeait que ceux-ci seraient vraisemblablement minimes et difficiles à atteindre, de sorte qu'ils ne justifiaient probablement pas l'énergie requise. En outre, les expériences passées donnaient à penser qu'une telle entreprise ne pouvait réussir que si elle était centrée sur les aspects d'ordre technique, concernait un groupe restreint de pays partageant une même philosophie (comme les membres du G7) et visait à préserver l'orientation des politiques en place (Eichengreen, 2011). La crise financière a fait de l'inaction une position intenable, en démontrant que, tout comme les liens économiques entre pays, les effets de débordement internationaux des politiques nationales avaient grossi de manière exponentielle (FMI, 2012b). Qui plus est, le maintien des politiques appliquées avant la crise comportait des coûts pouvant se révéler substantiels (Murray, 2011). Devant de tels enjeux, et malgré les résultats mitigés des essais précédents, le G20 a lancé le Cadre au sommet tenu à Pittsburgh en septembre 2009, s'engageant ainsi dans la plus vaste initiative de coordination macroéconomique depuis l'instauration du système de Bretton Woods.

Le Cadre a pour objet de contribuer à une reprise forte, durable et équilibrée de l'économie mondiale. Pour qu'il y parvienne, il faudra que la faiblesse de l'activité découlant de la réduction significative des leviers d'endettement des secteurs public et privé dans les pays ayant une balance déficitaire courante soit contrebalancée par une augmentation de la croissance de la demande dans les pays en situation d'excédent. Un rythme d'assainissement budgétaire approprié, une plus grande flexibilité des taux de change et l'accélération des réformes structurelles sont indispensables pour susciter ce déplacement de la demande tout en favorisant une solide expansion mondiale. Le Cadre cherche à faire en sorte que les politiques des pays du G20 concourent à l'atteinte de ces objectifs, en soutenant à court terme la reprise naissante de l'activité à l'échelle internationale et en assoyant fermement les bases d'une croissance économique robuste à moyen terme.

◀ *Pour que la croissance soit forte, durable et équilibrée, il faudra que la faiblesse de l'activité découlant de la réduction significative des leviers d'endettement des secteurs public et privé dans les pays ayant un déficit courant soit contrebalancée par une augmentation de la croissance de la demande dans les pays en excédent.*

Origines du Cadre

La conception et la stratégie de mise en œuvre du Cadre du G20 s'inspirent des leçons tirées de deux récentes expériences en matière de coordination des politiques : les consultations multilatérales menées par le FMI en 2006 et la riposte du G20 à la crise financière au début de 2009.

En juin 2006, le FMI a lancé une première série de consultations auprès de cinq économies d'importance systémique, soit les États-Unis, la zone euro, la Chine, le Japon et l'Arabie saoudite, dans le but de réduire les déséquilibres mondiaux des balances courantes (FMI, 2007). L'implication politique des pays dans le processus, dirigé par le FMI, a été limitée (Blustein, 2012). Même si les plans conjoints qui en ont résulté ressemblent beaucoup à ceux que propose le Cadre, les États n'étaient pas disposés à s'engager

publiquement à les appliquer, il n'existait aucun mécanisme de suivi de leur mise en œuvre et l'entreprise souffrait d'un manque de transparence. Au final, les consultations n'ont pas abouti à l'adoption de mesures concrètes.

Deux années plus tard, la conjoncture avait changé radicalement et était devenue plus propice à la concertation. L'effondrement de Lehman Brothers, en septembre 2008, a fourni aux responsables politiques l'occasion de prouver que la coordination de leurs actions était à la fois possible et utile : les grandes banques centrales ont rapidement reconduit et élargi leurs accords de swap de devises¹ pour contrer une pénurie généralisée de dollars É.-U. et, en octobre 2008, elles ont abaissé simultanément leurs taux directeurs en réaction à la tourmente mondiale. Encouragé par le succès de ces mesures conjointes et fort des engagements additionnels pris par les membres du G7², le G20 a présenté, au sommet tenu à Londres en avril 2009, diverses initiatives destinées à rétablir le calme sur les marchés financiers ainsi que la confiance envers l'élaboration d'une réponse adéquate à la crise³. Parmi ces initiatives, mentionnons une augmentation considérable des ressources du FMI, la réalisation d'efforts communs pour réformer le secteur financier mondial et, plus généralement, un engagement clair que les membres du G20 étaient prêts à intervenir, selon les besoins. Un élément central de ce programme résidait dans des mesures concertées de relance budgétaire, qui équivalaient, en 2009, à près de 1,4 % du PIB total des pays membres du G20, quoique des écarts de taille aient pu être observés dans l'ampleur, le rythme et la nature des actions prises d'un pays à l'autre (Prasad et Sorkin, 2009)⁴.

Caractéristiques clés du Cadre

Au moment de définir les caractéristiques clés du Cadre, décrites ci-après, les décideurs politiques des pays membres du G20 ont tenu compte des enseignements tirés des deux expériences de coordination précédentes.

- **Appropriation par les États.** Le Cadre prévoit un processus mené par les pays et étroitement associé aux pouvoirs politiques. Les engagements des pays sont formulés dans les plans d'action soumis lors des sommets annuels des chefs d'État et de gouvernement des pays membres du G20. La préparation de ces sommets relève du groupe de travail chargé de la mise en œuvre du Cadre que coprésident l'Inde et le Canada⁵. Contrairement à ce qui s'était passé lors des consultations multilatérales de 2006, le FMI ne joue pas cette fois le rôle de coordonnateur, se limitant à fournir, au besoin, une aide technique.

1 Deux types d'accords temporaires d'échange réciproque de devises ont été conclus entre la Réserve fédérale des États-Unis et diverses banques centrales, l'un devant servir à fournir des liquidités en dollars, et l'autre, des liquidités en monnaies étrangères. Pour plus de renseignements à ce sujet, voir http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm.

2 On peut lire dans le Plan d'action du G7 rendu public en octobre 2008 que « la situation actuelle nécessite l'adoption de mesures urgentes et exceptionnelles », y compris le recours à tous les outils disponibles pour appuyer les institutions financières d'importance systémique et ainsi prévenir leur défaillance. On trouvera une traduction française du communiqué annonçant ce plan à l'adresse <http://www.fin.gc.ca/activty/g7/g7101008-fra.asp>.

3 La déclaration des chefs d'État et de gouvernement publiée à l'issue du sommet, le 3 avril 2009, peut être consultée à la page suivante : http://www.canadainternational.gc.ca/g20/summit-sommet/g20/declaration_010209.aspx?lang=fra&view=d.

4 L'ampleur de ces mesures de relance est assez proche du chiffre de 2 % du PIB mondial que prônait le FMI à la fin de 2008. Voir l'article intitulé « Riposte à la crise financière » à l'adresse <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/survey/so/2008/int122908af.pdf>.

5 Le ministère des Finances assume la coprésidence de ce groupe de travail au nom du Canada. La Banque du Canada y siège également.

- **Renforcement du suivi des engagements.** Les dirigeants des pays membres du G20 ont institué un processus d'évaluation mutuelle pour surveiller et favoriser la réalisation des engagements nationaux émanant du Cadre. En reconnaissance du fait que les seuls mécanismes disciplinaires du Cadre sont la pression des pairs et la transparence, le processus d'évaluation mutuelle permet un examen franc et productif des progrès accomplis au regard des engagements nationaux. En 2012, les membres du G20 ont convenu de renforcer le cadre de suivi des engagements lié au processus d'évaluation mutuelle⁶.
 - **Large portée.** À l'inverse des consultations multilatérales, le Cadre n'est pas axé exclusivement sur la réduction des déséquilibres extérieurs; il vise plus fondamentalement à établir l'économie mondiale sur des assises solides. Il met l'accent à la fois sur le « court terme » et le « moyen terme », cherchant à atténuer les risques et à stabiliser la croissance à un horizon rapproché, tout en jetant les bases d'une croissance durable pour le moyen terme. Les objectifs énoncés sont suffisamment larges pour que des pays très divers adhèrent à un éventail varié de politiques.
 - **Engagements au titre des plans d'action.** Chaque pays membre du G20 a défini les engagements en matière de politiques publiques qu'il entend intégrer à son programme économique national. Nous exposons ci-dessous les principaux engagements collectifs du G20, suivant leur évolution et la façon dont ils sont décrits dans les plans d'action élaborés à Séoul (en 2010), Cannes (en 2011) et Los Cabos (en 2012) :
 - **Assainissement des finances publiques pour assurer la viabilité de la dette dans les économies avancées.** Au sommet de juin 2010 à Toronto, les économies avancées du G20 se sont fixé des objectifs budgétaires précis : réduire les déficits enregistrés en 2010 de moitié d'ici 2013 et stabiliser ou abaisser les ratios de la dette publique au PIB d'ici 2016.
 - **Flexibilité accrue des taux de change.** Les membres du G20 dont la balance courante est excédentaire se sont engagés à « accroître la flexibilité des taux de change pour refléter les fondamentaux sous-jacents de l'économie⁷ » et à s'orienter plus rapidement vers des régimes où les taux de change sont déterminés par le marché. Plus particulièrement, la Chine a promis, lors du sommet de Cannes en 2011, de renforcer ses efforts de rééquilibrage à moyen terme vers la consommation intérieure grâce aux « mesures en cours visant à assouplir le régime de change pour mieux refléter les fondamentaux économiques sous-jacents et à ralentir graduellement le rythme d'accumulation des avoirs en devises⁸ ».
- ◀ *Le processus d'évaluation mutuelle permet un examen franc et productif des progrès accomplis au regard des engagements nationaux.*

⁶ Ce cadre s'est développé en plusieurs étapes. L'élaboration d'indicateurs visant l'amélioration du suivi des engagements s'est amorcée en 2011, avec l'établissement de « lignes directrices indicatives » devant servir à cerner les vulnérabilités et les déséquilibres au sein du G20. Sept pays d'importance systémique ont été identifiés et chacun d'eux a fait l'objet d'une analyse de sa viabilité extérieure par le FMI. En 2012, les membres se sont entendus sur un ensemble d'indicateurs qui aideront à surveiller et à mesurer les résultats obtenus au chapitre des politiques budgétaires, monétaires et de change.

⁷ Voir la déclaration du sommet du G20 tenu à Toronto à l'adresse <http://www.canadainternational.gc.ca/g20/summit-sommet/2010/toronto-declaration-toronto.aspx?lang=fra&view=d>.

⁸ Le plan d'action pour la croissance et l'emploi adopté à Cannes par le G20 peut être consulté à l'adresse http://www.canadainternational.gc.ca/g20/summit-sommet/2011/plan_action_20111104.aspx?lang=fra&view=d.

- **Réformes structurelles dans l'ensemble des pays.** Les pays avancés se sont engagés à poursuivre la refonte du secteur financier mondial, sous la direction du Conseil de stabilité financière (CSF), et à entreprendre des réformes des marchés du travail et des produits. Dans les économies émergentes dont la balance courante est excédentaire, les efforts devaient viser à réduire les taux d'épargne excessifs et à libérer le potentiel de croissance de la demande intérieure.

Évaluation du Cadre

La présente section passe en revue les progrès accomplis par le G20 dans la mise en œuvre du Cadre en fonction de trois balises : 1) l'atteinte d'une croissance forte, durable et équilibrée; 2) la réalisation des engagements en matière d'assainissement budgétaire; 3) le respect des engagements au titre des politiques de change⁹. La section se termine par une évaluation du mécanisme du Cadre comme tel, abstraction faite du succès ou de l'échec de la coordination dans les faits. Bien que d'autres volets du Cadre, comme les réformes structurelles, mériteraient aussi d'être analysés, on peut hélas difficilement mesurer les progrès accomplis à leur égard sur une courte période ou encore les comparer d'un pays à l'autre¹⁰. Il convient toutefois de signaler ici une exception importante, à savoir les efforts consentis sous la direction du CSF pour rénover le système financier mondial, qui ont débouché sur l'élaboration de nouvelles normes minimales internationales visant à combler les lacunes réglementaires mises au jour par la crise financière. La prochaine étape de cette réforme, qui sera cruciale, est la mise en œuvre uniforme, intégrale et dans les délais de ces normes par les membres du G20 au niveau national (Carney, 2012b).

La croissance a-t-elle été forte, durable et équilibrée?

Quatre ans après la crise, une reprise vigoureuse de l'activité à l'échelle du globe se fait toujours attendre, et la production demeure bien en deçà de son potentiel. Même si les reprises qui suivent une crise financière sont le plus souvent lentes et prolongées (Reinhart et Rogoff, 2009), les décideurs politiques disposent de leviers d'action. Un dosage approprié de politiques publiques pourrait faciliter le redressement de l'économie mondiale.

◀ *Quatre ans après la crise, une reprise vigoureuse de l'activité à l'échelle du globe se fait toujours attendre, et la production demeure bien en deçà de son potentiel.*

Le **Graphique 1** illustre la contribution moyenne respective des économies excédentaires, déficitaires et « autres »¹¹ à la croissance de la demande intérieure nominale des pays du G20 pendant la période qui a précédé la crise (2004-2008) et durant les années subséquentes (2009-2011). Le taux d'expansion de la demande totale au sein des pays du G20 a chuté après la crise, dans le sillage de la forte décélération enregistrée dans les économies

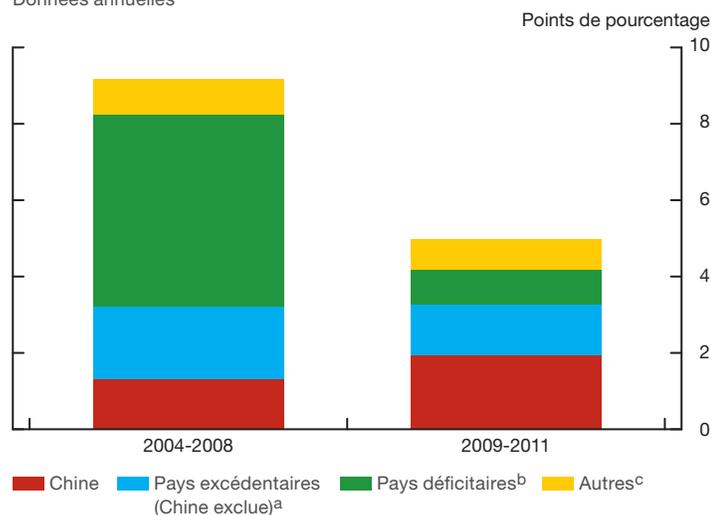
⁹ Murray (2012) a livré récemment un bilan détaillé des résultats produits par le Cadre du point de vue d'un décideur politique.

¹⁰ Une difficulté à laquelle se heurte constamment le processus d'évaluation mutuelle est de déterminer quelles réformes structurelles auront le plus d'effet sur la croissance économique mondiale et d'élaborer des outils permettant de surveiller adéquatement leur mise en œuvre. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) fournit au G20 une assistance technique notable pour l'aider à surmonter cet obstacle.

¹¹ Seuls les pays qui ont affiché systématiquement des excédents ou des déficits avant et après la crise sont considérés comme excédentaires ou déficitaires. Ceux dont ce n'est pas le cas sont classés sous « autres ». L'Arabie saoudite a été exclue de l'échantillon faute des données nécessaires. L'Espagne est représentée parce qu'elle a choisi d'adhérer en permanence au Cadre et prend des engagements au titre des plans d'action du G20.

Graphique 1 : Contribution par région à la croissance de la demande intérieure nominale des pays du G20

Données annuelles



Nota : a. Les pays excédentaires (Chine exclue) sont l'Allemagne, l'Argentine, la Corée du Sud, l'Indonésie, le Japon et la Russie.

b. Les pays déficitaires sont l'Afrique du Sud, l'Australie, l'Espagne, les États-Unis, la France, l'Inde, l'Italie, le Mexique, le Royaume-Uni et la Turquie.

c. Les autres pays sont le Brésil et le Canada.

Sources : instituts statistiques nationaux

déficitaires, alors que, dans l'ensemble des pays excédentaires, il n'a guère varié. Si les déséquilibres mondiaux au titre des comptes courants se sont atténués, cela tient principalement à des facteurs cycliques¹².

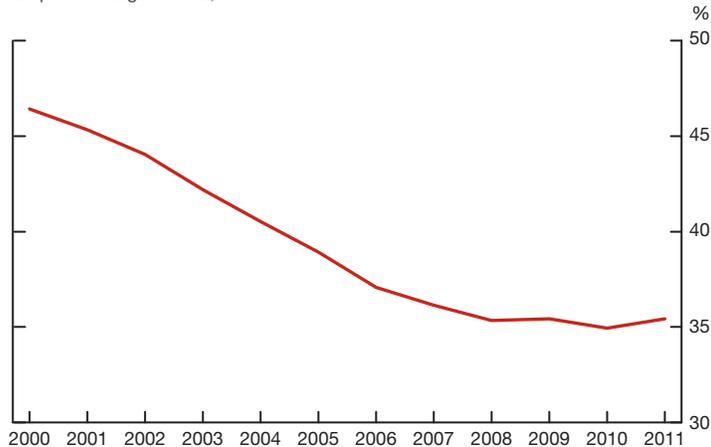
Le gros de la contraction de la demande au sein du G20 provient des pays qui étaient à l'épicentre de la crise de 2008, soit les États-Unis et le Royaume-Uni, ainsi que des pays touchés par la crise de la zone euro, notamment l'Espagne et l'Italie. Dans le groupe des économies excédentaires, le rythme de progression de la demande intérieure s'est accru en Chine après la crise, alors qu'il a fléchi, globalement, dans les autres. Dans l'ensemble, la croissance de l'activité à l'échelle mondiale n'a été ni forte, ni équilibrée.

Les perspectives économiques ne sont guère reluisantes non plus, car de puissants vents contraires — la réduction des leviers d'endettement en cours dans les secteurs public et privé et l'incertitude accrue — continuent de plomber la demande intérieure dans les économies avancées. Il y a également lieu de s'inquiéter de la viabilité de l'expansion de la demande intérieure dans certains pays émergents. En Chine, par exemple, le rythme de l'activité est grandement tributaire, depuis la crise, de la vive poussée des dépenses d'investissement, qui explique aujourd'hui près de la moitié du PIB. L'investissement dans ce pays a été stimulé par le rapide accroissement des capacités de production dans les industries manufacturières à vocation exportatrice, l'essor des projets d'infrastructures publiques et le vigoureux développement de l'immobilier résidentiel. Entre-temps, le ratio de la consommation au PIB a continué de reculer, chutant à 35 % en 2011 (Graphique 2), ce qui est bien inférieur à celui qu'enregistrent d'autres pays émergents, même après correction en fonction du niveau de développement économique de ces pays.

¹² Autrement dit, la réduction récente de ces déséquilibres n'est pas attribuable à une poussée des importations à destination des économies émergentes, mais plutôt à une contraction très marquée des exportations vers les pays avancés et des échanges commerciaux dans l'ensemble.

Graphique 2 : Consommation de la population chinoise

En pourcentage du PIB, données annuelles



Source : institut statistique de la Chine

Dernière observation : 2011

Les pays ont-ils honoré leurs engagements budgétaires?

La majorité des pays avancés sont en voie d'atteindre les cibles d'assainissement budgétaire envers lesquelles ils se sont engagés lors du sommet de Toronto (FMI, 2012a). Mentionnons cependant deux exceptions de taille : les États-Unis et l'Espagne¹³, qui ne parviendront sans doute pas à réduire de moitié, d'ici la fin de 2013, leurs déficits publics par rapport aux niveaux de 2010. Les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale des pays membres du G20 reconnaissent, dans un communiqué publié en novembre 2012, que les États-Unis doivent moduler le rythme du redressement de leurs finances publiques de manière à ramener celles-ci sur une trajectoire viable à long terme tout en évitant de comprimer durement le budget de l'État fédéral en 2013. Plus globalement, les pays avancés visent maintenant la stabilisation de leur dette à moyen terme et se sont engagés à établir, d'ici le sommet de 2013, un profil crédible d'évolution à moyen terme de leur ratio dette/PIB, accompagné de stratégies et de calendriers de réalisation clairement définis. Compte tenu des niveaux élevés qu'atteint l'endettement public dans maints pays avancés (Graphique 3), ces derniers devront fournir de sérieux efforts pour stabiliser leur dette.

Il est difficile, en définitive, de quantifier l'influence qu'a eue le Cadre sur les politiques budgétaires. La crise qui a secoué la zone euro a obligé de nombreux pays à mettre rapidement de l'ordre dans leurs finances. Mentionnons que le Royaume-Uni et le Canada, qui ne subissaient pas de fortes pressions de la part des marchés pour redresser leur situation budgétaire, ont tout de même en grande partie respecté leurs engagements à cet égard. En revanche, ni les États-Unis ni le Japon n'ont arrêté jusqu'à maintenant de plans crédibles d'assainissement des finances publiques à moyen terme.

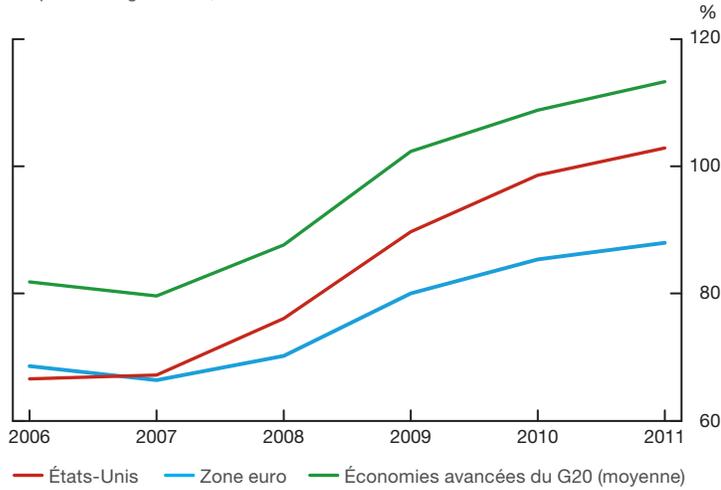
Il est de plus en plus admis qu'un objectif doté d'une date butoir, comme c'est le cas dans l'entente de Toronto, pourrait n'être pas suffisamment souple pour prendre en compte la conjoncture changeante ou les circonstances propres à chaque pays. C'est pourquoi les appels en faveur d'un nouveau pacte budgétaire au sein du G20 s'intensifient, dans lequel les engagements à long terme seraient fermement arrimés, mais qui accorderait aux autorités nationales une plus grande marge de manœuvre à court terme.

◀ Certains réclament l'adoption d'un pacte budgétaire au sein du G20 qui arrimerait fermement les engagements à long terme, mais qui accorderait aux autorités nationales une plus grande marge de manœuvre à court terme.

¹³ Le Japon, qui est le pays du G20 dont la dette intérieure est de loin la plus lourde, n'a pris aucun engagement vis-à-vis des objectifs fixés au sommet de Toronto.

Graphique 3 : Dette brute des administrations publiques des économies avancées

En pourcentage du PIB, données annuelles



Sources : Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2012) et *Fiscal Monitor* (octobre 2012)

Dernière observation : 2011

Les engagements au titre des taux de change ont-ils été tenus?

Si, sur le plan des finances publiques, on note des cas de redressement rapide à court terme mais une insuffisance de plans à long terme bien structurés, on observe pour ainsi dire l’opposé sur le front des taux de change : très peu de progrès vers la flexibilité ont été enregistrés à court terme, mais des engagements prometteurs ont été pris pour l’avenir.

Le **Graphique 4** présente l’évolution mensuelle des ratios des réserves officielles des pays émergents à leur PIB par rapport à celle de leur taux de change réel (un déplacement horizontal indique une augmentation des réserves, et un déplacement vertical, une appréciation du taux de change).

Bien que les taux de change réels des pays d’Amérique latine et de la plupart des pays émergents d’Asie (Chine exclue) se soient vivement appréciés au début de la reprise, ce mouvement s’est ralenti vers le milieu de 2010, grâce aux interventions plus énergiques sur les marchés des changes et aux contrôles plus stricts des capitaux. Les monnaies de la plupart des pays émergents ont commencé à se déprécier au milieu de 2011, au moment où s’intensifiait la crise de la zone euro.

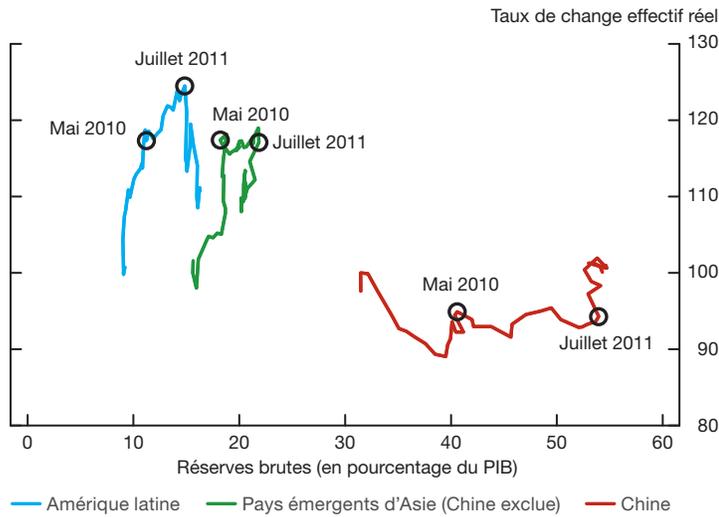
La Chine a adopté une stratégie différente, recourant abondamment et de manière soutenue à des opérations stérilisées pour contrer ou ralentir la hausse du cours réel de sa monnaie durant la majeure partie de cette période. Au milieu de 2011, cette tendance s’est modifiée à cause du fléchissement des exportations mondiales et de la baisse des entrées de capitaux, réduisant du coup la nécessité pour la Chine d’accumuler des réserves, et le régime de change national a été assoupli de façon à permettre une plus forte appréciation du taux de change effectif réel du yuan¹⁴.

Les politiques de change forment un volet important du Cadre du G20. Une plus grande flexibilité des taux de change est indispensable afin d’induire une appréciation des monnaies des pays en excédent et une dépréciation de celles des pays en déficit. Pareils ajustements favoriseraient des mouvements des prix relatifs et un rééquilibrage de la demande mondiale, à

¹⁴ La marge de fluctuation quotidienne du yuan par rapport au dollar américain a été élargie en avril 2012, passant de 0,5 à 1 %.

Graphique 4 : Taux de change réels et réserves de change des économies émergentes

Base 100 de l'indice : février 2009, données mensuelles



Nota : Les pays de l'Amérique latine sont l'Argentine, le Brésil et le Mexique. Les pays émergents d'Asie (Chine exclue) sont la Corée du Sud, l'Inde et l'Indonésie. Les chiffres pour ces pays sont pondérés en fonction de leurs PIB pour 2011, mesurés en parité des pouvoirs d'achat.

Sources : Banque des Règlements Internationaux et instituts statistiques nationaux. Dernières observations : septembre 2012 (Chine) et octobre 2012 (autres pays)

savoir un accroissement de la consommation intérieure dans les économies excédentaires et des exportations nettes dans les économies déficitaires. Toutefois, les pays émergents et avancés ne s'entendent pas sur la nécessité de taux de change plus flexibles. Parmi les premiers, beaucoup croient que les politiques monétaires exagérément expansionnistes des seconds, plus particulièrement les mesures d'assouplissement quantitatif, les ont exposés à une avalanche de capitaux qui les a obligés, pour protéger leur économie, à mettre en place des contrôles des capitaux et à intervenir activement sur les marchés des changes¹⁵. La majorité des pays avancés affirment que les afflux démesurés de capitaux vers les pays émergents s'estomperaient si les cours des monnaies de ces derniers étaient plus flexibles. Ils font aussi valoir que l'incidence, minime selon eux, des mesures d'assouplissement quantitatif sur les mouvements de capitaux — partant, sur la compétitivité des exportations à travers l'appréciation de la monnaie — a été amplement neutralisée par les retombées positives que les politiques monétaires expansionnistes menées à juste titre par les pays avancés ont eues sur le commerce international et la confiance (Bernanke, 2012).

La question du partage du fardeau peut aussi constituer un obstacle. Le peu de progrès accomplis par les membres du G20 au chapitre des taux de change n'a rien d'étonnant. De tout temps, la coordination dans ce domaine a été fort laborieuse, et cela parce qu'un ajustement des taux de change est perçu par certains, à court terme du moins, comme un jeu à somme nulle, où le gain de compétitivité d'un pays équivaut à la perte subie par un autre. Cependant, une analyse plus approfondie vient contredire cette

◀ Une plus grande flexibilité des taux de change est indispensable afin d'induire un rééquilibrage de la demande mondiale, à savoir un accroissement de la consommation intérieure dans les économies excédentaires et des exportations nettes dans les pays déficitaires.

¹⁵ Les pays émergents soutiennent essentiellement que les politiques monétaires très expansionnistes et les programmes d'assouplissement quantitatif ont poussé les investisseurs internationaux à se tourner vers des placements plus risqués, notamment dans les actifs et produits de base des économies émergentes, en vue d'obtenir de meilleurs rendements. Les entrées considérables de capitaux dans ces pays risquent de provoquer des surchauffes ou des bulles spéculatives et sont susceptibles de s'inverser rapidement si la perception des risques mondiaux se modifie.

perception, en montrant qu'un tel ajustement est avantageux pour tous en définitive, chacun y gagnant à la longue. En effet, le report de l'appréciation réelle requise comporte des coûts qui, souvent, ne sont pas pris en compte correctement. Ainsi, les interventions stérilisées destinées à contrecarrer une appréciation des taux de change réels provoquent souvent des déséquilibres intérieurs (comme une composition de la demande intenable à terme) et des distorsions (touchant notamment le secteur financier). En outre, les ajustements nécessaires s'opèrent plus facilement lorsque les taux de change sont flexibles, ce qui évite de devoir procéder à de pénibles corrections des niveaux globaux des salaires, des prix et de la production intérieurs (Friedman, 1953; Carney, 2012a). Le maintien de taux de change rigides peut également inciter d'autres pays à se tourner vers des politiques plus expansionnistes qu'ils ne le feraient autrement, ce qui peut engendrer des effets de débordement et des risques substantiels.

Malgré les succès mitigés du Cadre du G20 dans la réalisation des engagements au titre des taux de change, il y a matière à encouragement. La Chine a franchi quelques pas vers l'assouplissement de son régime de change, et certains pays ont freiné le rythme d'accumulation de leurs réserves. On ne sait toutefois pas encore avec certitude s'il s'agit là de changements structurels notables ou du simple résultat des facteurs cycliques à l'œuvre.

Institutionnalisation du mécanisme de coordination des politiques

Lorsqu'on cherche à évaluer le Cadre, il convient de distinguer entre les résultats livrés par les efforts de concertation et la qualité du mécanisme à cet effet. La plus grande contribution dont le Cadre peut être crédité est d'avoir institutionnalisé le processus de coordination des politiques macroéconomiques à l'échelle internationale. Plusieurs avantages en ont découlé. Premièrement, le Cadre a fourni aux pays membres du G20 un espace d'échanges officiel et multilatéral où communiquer, et même au besoin ajuster, les mesures de politique envisagées. Grâce au processus d'évaluation mutuelle, les décideurs politiques des pays membres peuvent exprimer franchement leurs préoccupations, poser des questions et expliquer leurs politiques. Surtout, le Cadre leur offre une tribune pour discuter des questions systémiques et à plus long terme qu'il peut être difficile d'aborder dans les autres forums internationaux qui se concentrent essentiellement sur les problèmes de l'heure.

Deuxièmement, le processus inhérent au Cadre accroît la transparence des politiques dans l'ensemble des pays. Parce qu'il fait en sorte de rendre plus accessible l'information sur les engagements en matière de politiques et sur les projections relatives à la croissance mondiale à moyen terme, le Cadre peut servir à canaliser la discipline de marché en vue de stimuler la coopération.

En dernier lieu, la valeur du Cadre ne réside pas tant dans la gestion des modalités de la concertation (qui varieront selon les circonstances) que dans le maintien de celle-ci au fil du temps, après que le sentiment d'urgence qui l'avait inspirée s'est évanoui. En fournissant, grâce au processus d'évaluation mutuelle, les moyens de mesurer dans la durée les efforts de coordination, le Cadre a rendu celle-ci à la fois crédible et réalisable sur le moyen terme.

Amélioration du Cadre

Néanmoins, la conception actuelle du Cadre peut encore être améliorée, en particulier à deux égards : l'analyse des effets de débordement et l'examen par les pairs.

◀ *La plus grande contribution dont le Cadre peut être crédité est d'avoir institutionnalisé le processus de coordination des politiques macroéconomiques à l'échelle internationale.*

Analyse plus poussée des effets de débordement

Une façon d'encourager la coordination des politiques économiques consiste à clarifier les coûts de l'échec ou du report d'une telle entreprise. L'absence actuelle de coopération dans le domaine des taux de change vient du fait que les coûts de la non-coordination pour l'économie intérieure sont jugés faibles, en particulier par les grandes nations du G20. Leur opinion pourrait toutefois changer s'il était établi, ainsi que le donnent à penser les simulations effectuées par de Resende et autres (2012), que les effets de débordement internationaux des politiques nationales sont plus marqués que ne le supputent collectivement les membres du G20. Une meilleure estimation de ces effets pourrait inciter des pays à absorber plus volontiers certains coûts à court terme en vue de prévenir des problèmes plus graves à moyen terme. De plus, si l'accent était mis davantage sur les scénarios de non-coordination ou pessimistes, on saisirait mieux quel est le coût d'opportunité du manque de coordination. Le FMI, et cela est à son honneur, a eu recours aux techniques de modélisation les plus avancées pour mesurer les retombées d'une meilleure coordination des politiques sur la tenue de l'économie mondiale. Certes, l'analyse des effets de débordement en est encore à ses premiers balbutiements, mais les travaux récents des chercheurs du FMI indiquent que les répercussions transfrontières des politiques nationales pourraient être sous-estimées (FMI, 2012b).

Une prise de conscience accrue des coûts de l'inaction pourrait exiger un rôle plus affirmé du FMI. Bien qu'il ne puisse coordonner l'action comme il avait essayé de le faire lors des consultations multilatérales de 2006, le FMI peut travailler de manière proactive avec les coprésidents du groupe de travail du G20 chargé de la mise en œuvre du Cadre pour animer les discussions grâce à des analyses et des évaluations de nature à aiguillonner la réflexion.

Renforcement du processus d'examen par les pairs

Le processus d'évaluation mutuelle actuellement en place pourrait mieux fonctionner. Le G20 est une collection hétérogène de pays, dont les vues et les priorités diffèrent sensiblement, ce qui complique l'évaluation des uns par les autres¹⁶. Pour faire face à ce défi, les membres ont convenu, en 2012, d'adopter un processus renforcé d'évaluation du suivi des engagements, piloté et mis en œuvre par eux, qui s'appuie sur les autoévaluations des pays et sur les résultats d'examens indépendants par des tiers. Ils ont donné leur adhésion à un principe rigoureux, selon lequel il faut « se conformer ou s'expliquer » : si des pays ne sont pas en voie d'honorer leurs engagements, les autorités nationales doivent alors expliquer les raisons des écarts observés et décrire comment elles comptent corriger la situation. Il est impératif que cette approche soit appliquée de façon intégrale pour que le processus d'évaluation par les pairs fonctionne efficacement.

◀ *Il est impératif que l'approche selon laquelle il faut se conformer ou s'expliquer soit appliquée de façon intégrale pour que le processus d'évaluation par les pairs fonctionne efficacement.*

¹⁶ Par exemple, une revue du genre de celles auxquelles l'OCDE procède, c'est-à-dire conduite par un petit nombre de pays participants, est inacceptable aux yeux de bien des membres du G20.

Divers autres changements au processus de revue par les pairs aideraient aussi à en accroître l'efficacité :

- **Définition plus précise des engagements.** Les engagements actuels ne sont pas aussi clairs qu'ils pourraient l'être, surtout en ce qui concerne les mesures proposées et leur calendrier, et il manque généralement des jalons précis aidant à faire un suivi des progrès.
- **Accent mis davantage sur la demande intérieure.** La coordination de politiques visant à promouvoir une trajectoire viable pour la croissance de la demande intérieure pourrait contribuer à résoudre la question du partage du fardeau. Le G20 devrait indiquer clairement comment les politiques budgétaire, monétaire et de change ainsi que les réformes structurelles peuvent se conjuguer pour ranimer de manière durable la demande intérieure dans les pays membres.
- **Transparence accrue des taux de change.** Le FMI pourrait s'appuyer sur ses évaluations des soldes extérieurs pour produire régulièrement des rapports à l'intention des membres du G20 sur les questions liées directement à l'ajustement des taux de change réels, comme les interventions officielles sur les marchés, les modifications apportées aux mesures de contrôle des capitaux et les politiques de stérilisation. Les pays pourraient s'engager à déclarer leurs interventions promptement et à clarifier les modalités de leur régime de change. Du point de vue du processus d'évaluation mutuelle, cette plus grande transparence au sujet des politiques de change permettrait d'accroître la pression sur certains pays pour qu'ils adoptent des taux de change plus flexibles, déterminés par le marché.

Conclusion

Le Cadre mis au point par le G20 est une entreprise ambitieuse qui n'a livré pour le moment que des résultats mitigés au chapitre de la coordination des politiques. Certes, il a remporté certains succès, comme l'engagement d'assainir les finances publiques pris au sommet de Toronto par les pays avancés et le large consensus dégagé sur un ensemble raisonnable de politiques à moyen terme compatibles entre elles. Toutefois, force est de constater que le Cadre n'a pas encore produit la croissance forte, durable et équilibrée pour laquelle il a été créé.

Le défi consiste maintenant à accroître l'empreinte du Cadre sur les politiques appliquées par les membres. Une partie de la solution réside dans un approfondissement des analyses des effets de débordement de ces politiques et un renforcement du processus d'examen par les pairs. Bien que de tels changements de procédure ne garantissent pas la coordination des politiques, ils en amélioreraient les chances de succès en augmentant l'efficacité du Cadre.

Ouvrages et articles cités

Bernanke, B. S. (2012). *U.S. Monetary Policy and International Implications*, discours prononcé dans le cadre du séminaire « Challenges of the Global Financial System: Risks and Governance under Evolving Globalization », organisé par la Banque du Japon et le Fonds monétaire international, Tokyo (Japon), 14 octobre.

- Blustein, P. (2012). *A Flop and A Debacle: Inside the IMF's Global Rebalancing Acts*, Centre for International Governance Innovation, coll. « CIGI Papers », n° 4, juin.
- Carney, M. (2012a). *Le mal hollandais*, discours prononcé à la Table ronde de Spruce Meadows, Calgary (Alberta), 7 septembre.
- (2012b). *Progress of Financial Regulatory Reforms*, lettre du président du Conseil de stabilité financière aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20, 31 octobre. Internet : http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121105.pdf.
- de Resende, C., C. Godbout, R. Lalonde, É. Morin et N. Perevalov (2012). « De l'ajustement de l'économie mondiale », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 1-16.
- Eichengreen, B. (2011). *International Policy Coordination: The Long View*, document de travail n° 17665, National Bureau of Economic Research.
- Fonds monétaire international (FMI) (2007). *Staff Report on the Multilateral Consultation on Global Imbalances with China, the Euro Area, Japan, Saudi Arabia, and the United States*. Internet : <http://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/062907.pdf>.
- (2012a). *Toward Lasting Stability and Growth: Umbrella Report for G-20 Mutual Assessment Process*. Internet : <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062012.pdf>.
- (2012b). *2012 Spillover Report*, 9 juillet. Internet : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf>.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press. Version française publiée en 1995 sous le titre *Essais d'économie positive*, Paris, Éditions Litec.
- Murray, J. (2011). *L'union fait la force : les vertus de la coordination économique mondiale*, discours prononcé à l'Université d'État de New York, Plattsburgh (New York), 29 novembre.
- (2012). *La Grande Frustration : progression à pas hésitants vers la croissance et le rééquilibrage à l'échelle du globe*, discours prononcé devant la New York Association for Business Economics, New York, 27 novembre.
- Prasad, E., et I. Sorkin (2009). *Assessing the G-20 Stimulus Plans: A Deeper Look*, The Brookings Institution, mars. Internet : <http://www.brookings.edu/research/articles/2009/03/g20-stimulus-prasad>.
- Reinhart, C. M., et K. S. Rogoff (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press. Version française publiée en 2010 sous le titre *Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière*, coll. « Les Temps Changent », Montreuil-sous-Bois, Pearson France.

La reprise de l'économie américaine au sortir de la Grande Récession : le rôle de la dette et du désendettement

Brady Lavender et Nicolas Parent, département des Analyses de l'économie internationale

- La longue période d'insuffisance de la demande aux États-Unis qui a succédé à la Grande Récession est inusitée par rapport aux autres récessions qui ont touché ce pays, mais conforme à l'évolution observée par le passé dans de nombreuses économies au lendemain de graves crises financières.
- Le relâchement des critères d'octroi des prêts et le niveau relativement bas des taux d'intérêt avant la crise ont favorisé un accroissement substantiel de la dette des ménages. Les efforts que ceux-ci ont dû déployer ensuite pour réduire leur endettement ont constitué le principal frein à la reprise.
- Si les politiques budgétaires fortement expansionnistes ont contribué à soutenir la demande globale durant la crise et après, la dette de l'État fédéral américain suit actuellement une trajectoire insoutenable. Le secteur public doit maintenant amorcer un processus de désendettement, ce qui exercera un effet modérateur sur la croissance économique au cours des années à venir.
- Étant donné les liens réels et financiers étroits que le Canada entretient avec les États-Unis, l'évolution et les caractéristiques de la reprise au sud de la frontière ont des répercussions considérables sur l'économie canadienne, qu'il importe de comprendre aux fins de la conduite de la politique monétaire.

En décembre 2007, l'économie américaine a été plongée dans la récession la plus longue et la plus profonde qu'elle ait connue depuis la Grande Dépression. Aux premiers stades des reprises précédentes, le produit intérieur brut (PIB) des États-Unis avait habituellement progressé à un rythme supérieur au taux de croissance potentiel de l'économie, sous l'impulsion de la demande insatisfaite des entreprises et des consommateurs ainsi que d'une certaine reconstitution des stocks. De façon générale, donc, plus la contraction de l'activité est marquée, plus le redressement est rapide (Howard, Martin et Wilson, 2011). La reprise actuelle fait toutefois

exception : c'est la plus lente de l'après-guerre aux États-Unis. Plus de trois ans après la fin de la récession, le chômage demeure élevé et le PIB par habitant se maintient sous les niveaux enregistrés avant la récession¹.

Bien que la reprise qui succède à la récession de 2007-2009 soit inhabituelle par rapport aux récessions américaines antérieures, la longue période d'insuffisance de la demande que traversent les États-Unis est conforme à l'évolution observée par le passé dans de nombreux pays au lendemain de graves crises financières. Après de telles crises, la plupart des économies vivent une période de croissance anémique, les ménages, les entreprises et les administrations publiques s'employant alors à réduire le fardeau de leur dette (Fonds monétaire international, 2012; Reinhart et Rogoff, 2008). Cette remarque vaut particulièrement lorsqu'une crise financière grave est associée à un cycle d'envolée et d'effondrement du marché du logement.

Le présent article explore les raisons pour lesquelles la reprise américaine en cours est particulièrement lente par rapport aux autres reprises survenues aux États-Unis durant la période de l'après-guerre. Bien que l'incertitude entourant la politique budgétaire américaine, les déséquilibres mondiaux et la crise de la dette qui sévit en Europe aient tous entravé la reprise, les facteurs déterminants de cette inertie sont la dette et le processus de désendettement engagé. Dans les années qui ont précédé la crise, l'assouplissement des critères d'octroi des prêts et le niveau relativement bas des taux d'intérêt à long terme ont favorisé un accroissement substantiel de la dette des ménages. Les niveaux insoutenables qu'ont ainsi atteints les dépenses et l'endettement des ménages, combinés à une dépréciation prononcée des actifs, ont placé les consommateurs dans une position vulnérable, qui les a obligés à assainir leur situation financière. Si les politiques budgétaires fortement expansionnistes du secteur public ont contribué à soutenir la demande globale face à la réduction des leviers d'endettement dans le secteur privé, des mesures de restriction sont à prévoir au cours des prochaines années, l'État cherchant à abaisser son déficit pour ramener la dette sur une trajectoire viable.

Vu la lenteur du rétablissement de l'économie américaine, les exportations canadiennes demeurent 9 % en deçà de leur sommet d'avant la récession, plus de trois ans après la fin de celle-ci. Étant donné les liens réels et financiers étroits que le Canada entretient avec les États-Unis, l'évolution et les caractéristiques de la reprise au sud de la frontière ont des répercussions considérables sur l'économie canadienne, qu'il importe de comprendre aux fins de la conduite de la politique monétaire.

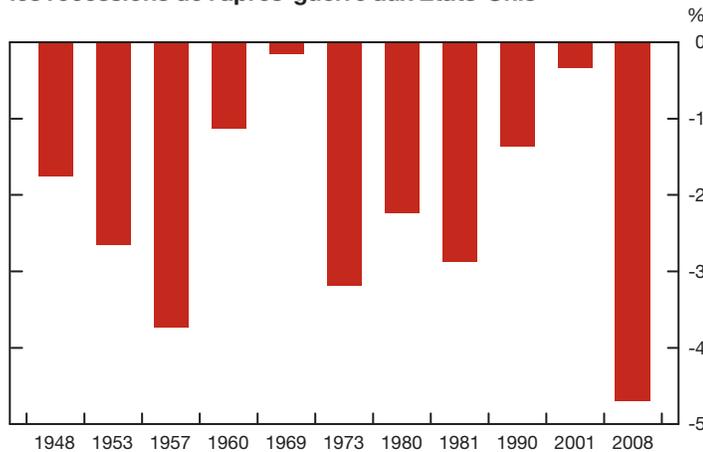
◀ *L'évolution et les caractéristiques de la reprise au sud de la frontière ont des répercussions considérables sur l'économie canadienne, qu'il importe de comprendre aux fins de la conduite de la politique monétaire.*

Profondeur et durée de la Grande Récession

Ayant débuté en décembre 2007, la Grande Récession a duré 18 mois, au cours desquels le PIB réel des États-Unis a diminué de 4,7 %, ce qui en fait la plus longue et la plus profonde récession depuis la Grande Dépression (Graphique 1)². L'investissement résidentiel a dégringolé de près de 60 % entre son sommet, atteint au quatrième trimestre de 2005, et son creux, début 2011; en pourcentage du PIB, il est passé de 6,3 % au quatrième trimestre de 2005 à seulement 2,3 % à la fin de 2011. La récession a aussi entraîné une chute marquée des dépenses de consommation, des exportations et des investissements des entreprises, ces derniers subissant un recul de 24 % par rapport à leur précédent sommet.

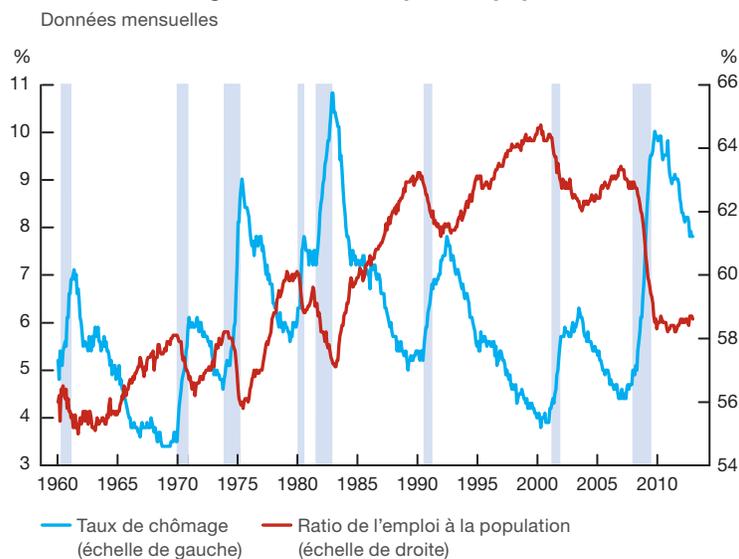
¹ Le présent article se fonde sur l'information reçue en date de fin janvier 2013.

² À cause en grande partie de ses liens solides avec les États-Unis, le Canada a enregistré une baisse de 4,2 % de son PIB, malgré l'absence d'un processus de désendettement au pays.

Graphique 1 : Baisse du PIB réel, entre le sommet et le creux du cycle, durant les récessions de l'après-guerre aux États-Unis

Nota : Lors de la plus récente récession, le sommet a été atteint au quatrième trimestre de 2007 et le creux au deuxième trimestre de 2009.

Source : Bureau d'analyse économique des États-Unis

Graphique 2 : Taux de chômage et ratio de l'emploi à la population aux États-Unis

Nota : Les zones ombrées indiquent les périodes de récession.

Source : Bureau des statistiques du travail des États-Unis

Dernière observation : décembre 2012

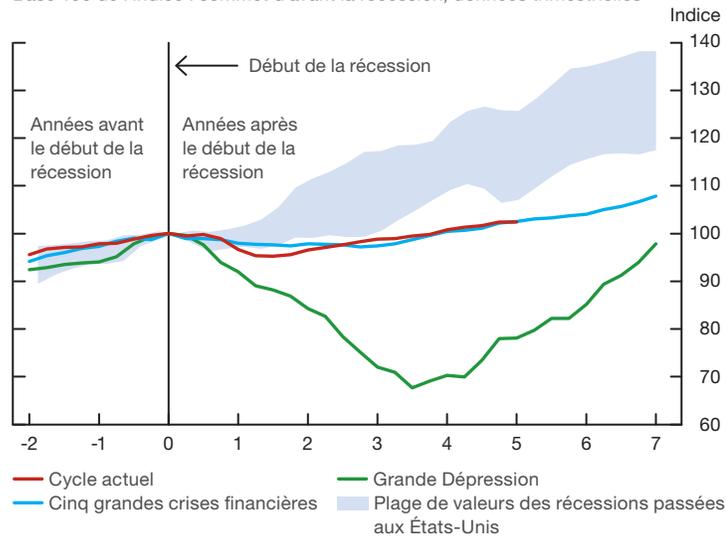
La Grande Récession s'est traduite par la perte de plus de 8,5 millions d'emplois, ce qui a propulsé le taux de chômage à 10 % (Graphique 2)³. Si l'on tient compte des chercheurs d'emploi découragés et des personnes travaillant à temps partiel pour des motifs économiques, le taux de chômage bondit à 17 %, niveau sans précédent durant la période de l'après-guerre.

En dépit de sa gravité, la récession a été suivie d'une reprise et d'une période d'expansion économique décevantes par rapport aux précédentes reprises aux États-Unis, mais conformes à celles qui ont succédé aux cinq grandes crises financières de l'histoire moderne définies par Reinhart et

³ Les pertes d'emploi dans le secteur privé ont été assez généralisées; toutefois, le secteur de la construction a été durement frappé par le déclin du marché immobilier.

Graphique 3 : Évolution du PIB réel par rapport aux cinq grandes crises financières et à la Grande Dépression

Base 100 de l'indice : sommet d'avant la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff (2008), sont celles qui ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992).

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques, Gordon et Krenn (2010) et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

Rogoff (2008)⁴ (Graphique 3). La croissance annuelle du PIB s'est établie en moyenne à seulement un peu plus de 2 % depuis la fin de la récession et le PIB par habitant n'est pas encore revenu à ce qu'il était avant la récession⁵. Quant au ratio de l'emploi à la population, qui est tombé en 2010 à son plus bas niveau depuis 1983, il ne s'est guère amélioré. De plus, le chômage à long terme suscite toujours de vives préoccupations. En décembre 2012, parmi les 12,2 millions de chômeurs qu'on comptait alors, presque 40 % cherchaient un emploi depuis plus de 26 semaines. Bien que la reprise en cours soit la plus faible de l'après-guerre aux États-Unis, en la comparant à la Grande Dépression, on comprend que la situation aurait pu être bien pire. Cette fois-ci, les mesures exceptionnelles prises de façon concertée par les autorités monétaires et budgétaires ont permis d'éviter une récession beaucoup plus profonde (Kozicki, Santor et Suchanek, 2011).

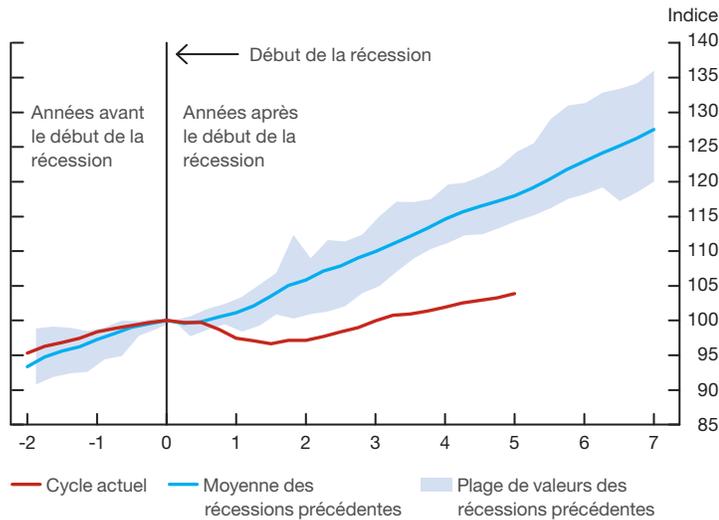
Une des principales différences entre l'épisode actuel et les reprises économiques passées aux États-Unis est le comportement des ménages. La consommation privée et l'investissement résidentiel ont progressé plus lentement au lendemain de la Grande Récession que jamais auparavant lors des redressements économiques d'après-guerre aux États-Unis (Graphique 4 et Graphique 5). Étant donné que les dépenses des ménages représentent près de 70 % du PIB américain, la croissance anémique de ce

⁴ Il s'agit des crises ayant touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992).

⁵ Dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada prévoit qu'il faudra environ cinq ans à partir du creux de la récession pour que le PIB par habitant aux États-Unis rejoigne son niveau d'avant la crise. Une analyse des crises financières systémiques précédentes dans ce pays montre que cette mesure du PIB a retrouvé son sommet d'avant la récession de cinq à onze ans après la fin de la crise (cinq ans dans le cas des crises de 1873 et de 1892, six ans dans le cas de la crise de 1907 et onze ans dans le cas de la crise de 1929) (Reinhart et Rogoff, 2012).

Graphique 4 : Consommation des ménages

Base 100 de l'indice : sommet du PIB avant la récession, données trimestrielles

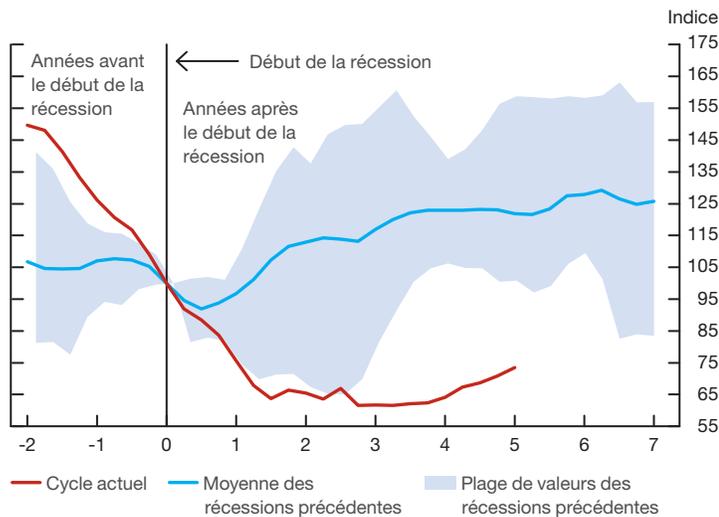


Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

Graphique 5 : Investissement résidentiel

Base 100 de l'indice : sommet du PIB avant la récession, données trimestrielles



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

secteur a fortement déteint sur la reprise générale de l'économie⁶. Au quatrième trimestre de 2012, le PIB réel des États-Unis s'établissait à 1,9 billion de \$ É.-U. en deçà du niveau où il se serait situé si son évolution avait été conforme à celle qu'il avait connue en moyenne lors des récessions antérieures. La faiblesse des dépenses de consommation explique 1,3 billion de \$ É.-U. du manque à gagner.

⁶ À la différence des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel, les investissements des entreprises ont augmenté à un rythme supérieur à la moyenne depuis leur creux de 2009. Toutefois, étant donné la sévère correction que ce secteur a subie durant la Grande Récession, les investissements des entreprises n'ont pas encore remonté au sommet atteint avant la crise. La grande incertitude à l'échelle du globe et la marge de capacités inutilisées considérable de l'économie sont des facteurs importants qui brident les investissements privés.

La dette, le désendettement et leur incidence sur la reprise

La fragilité inusitée de la reprise en cours découle de la dette excessive accumulée avant la crise, particulièrement par les ménages américains. La hausse du levier d'endettement était directement liée aux déséquilibres mondiaux observés (Bernanke, 2011; Carney, 2011a). Les politiques monétaires et budgétaires expansionnistes mises en œuvre dans les économies avancées au lendemain de la récession de 2001, conjuguées aux taux de change artificiellement bas et aux taux d'épargne élevés dans certains pays émergents, avaient donné lieu à des flux massifs de capitaux et à des déséquilibres considérables des balances courantes⁷. Les États-Unis, en particulier, affichaient avant la crise un déficit important et persistant de leur balance courante, alors que certaines économies émergentes contraient l'appréciation de leur monnaie par la constitution de réserves substantielles de dollars É.-U. Ces énormes entrées de capitaux étrangers ont contribué au maintien des taux d'intérêt à long terme à des niveaux très bas, et le surplus de fonds disponibles a favorisé une forte concurrence auprès des emprunteurs et, du coup, l'accès à un crédit très bon marché, un net relâchement des critères d'octroi des prêts et un endettement excessif. Cette situation a mis au jour les déficiences du cadre de réglementation et de surveillance des États-Unis et a permis à certains de les exploiter. L'afflux de capitaux étrangers a tiré vers le bas le rendement des bons du Trésor et d'autres titres à revenu fixe perçus comme peu risqués, ce qui a amené les investisseurs en quête de rendement à se tourner vers des placements non traditionnels⁸.

Dans la plupart des cas, ces capitaux n'ont pas été orientés vers des investissements servant à accroître la capacité de production de l'économie, mais plutôt vers le logement et la consommation. Les ménages se sont endettés davantage, leur bilan s'est fragilisé et les prix des maisons ont atteint des niveaux insoutenables⁹. Cette situation n'était pas nouvelle : des recherches ont en effet démontré que les entrées de capitaux sont souvent corrélées avec les prix des maisons (Sá, Towbin et Wieladek, 2011).

Le secteur des ménages

Avant la Grande Récession, l'accès facile à du crédit bon marché a stimulé la demande d'actifs immobiliers et ainsi poussé sensiblement à la hausse les prix réels des maisons aux États-Unis : ceux-ci se sont accrus d'environ 90 % du début de 2000 jusqu'à leur sommet au premier trimestre de 2006 (Graphique 6) pour atteindre leur niveau le plus élevé de l'après-guerre.

Le renchérissement de l'immobilier a intensifié le recours à l'endettement, car les ménages devaient emprunter davantage pour financer l'achat d'une maison. En outre, plus la valeur nette de leur patrimoine augmentait à la faveur de la surévaluation des actifs immobiliers, plus les ménages en profitaient pour emprunter à l'aide de lignes de crédit garanties par la valeur de leur logement et accroître leur consommation d'autres biens. Mian et

◀ *La fragilité inusitée de la reprise en cours découle de la dette excessive accumulée avant la crise, particulièrement par les ménages américains.*

◀ *Avant la Grande Récession, l'accès facile à du crédit bon marché a stimulé la demande d'actifs immobiliers.*

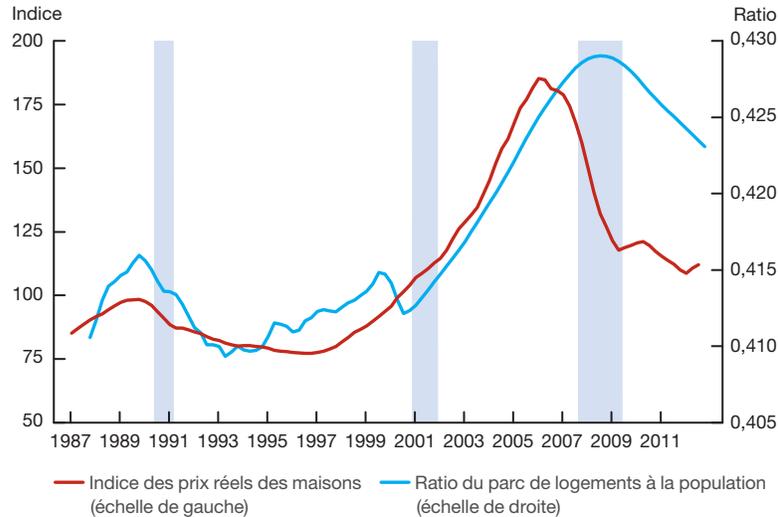
⁷ Des études démontrent qu'une détérioration persistante de la balance courante tend à accroître la probabilité d'une crise financière (Reinhart et Rogoff, 2008).

⁸ Les investisseurs ont ainsi délaissé les obligations d'État au profit des titres hypothécaires et d'autres instruments financiers complexes adossés à des blocs de créances individuelles, dont beaucoup ont d'abord été considérés comme relativement sûrs étant donné qu'ils avaient obtenu la note AAA. En titrisant les prêts à risque qu'ils avaient consentis (c.-à-d. en les regroupant dans des titres complexes qu'ils vendaient ensuite), les prêteurs hypothécaires pouvaient se délester du risque qui leur était associé. En raison notamment de l'aléa moral inhérent au processus de titrisation, un nombre élevé de prêts douteux ont été octroyés, ce qui a fait de ces titres hypothécaires des placements bien plus risqués que ce que les participants du marché avaient initialement anticipé.

⁹ Les marchés hypothécaires très développés où la titrisation est répandue ainsi que les secteurs bancaires concurrentiels comme celui des États-Unis renforcent ces liens au travers du mécanisme d'accélérateur financier, qui veut que les chocs financiers négatifs freinent la croissance économique sous l'effet d'interactions défavorables qui s'amplifient mutuellement.

Graphique 6 : Prix réels des maisons et ratio du parc de logements à la population

Indice S&P/Case-Shiller des prix réels des maisons (calculés en corrigeant les prix nominaux à l'aide d'un indice de la dépense de consommation des ménages), base 100 : 2000; ratio du parc total de logements à la population résidente (moyenne mobile sur quatre trimestres); données trimestrielles



Nota : Les zones ombrées indiquent les périodes de récession.

Sources : Bureau du recensement des États-Unis, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Standard & Poor's, Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2012T3 (prix réels des maisons) et 2012T4 (ratio du parc de logements à la population)

Sufi (2010) estiment que de 2002 à 2006, les propriétaires de maison ont emprunté de 25 à 30 cents pour chaque dollar de hausse de leur patrimoine immobilier et que l'essentiel de ces fonds a probablement servi à financer de nouveaux achats plutôt qu'à rembourser des dettes assorties de taux d'intérêt élevés. L'endettement hypothécaire s'est alourdi de quelque 5,7 billions de \$ É.-U. entre 2000 et 2007, ce qui a fait grimper d'environ 0,45 le ratio¹⁰ de la dette au revenu des ménages (Graphique 7), lequel a atteint 1,64 à son sommet. Comme le souligne Carney (2011b), « ... l'insouciance dont ont fait preuve les particuliers et les institutions, alimentée par une longue période de stabilité macroéconomique et de renchérissement des actifs, a fait paraître cet inexorable recours à l'emprunt raisonnable ».

Détérioration du bilan des ménages

Malgré la progression massive de l'endettement, le ratio de la dette à l'actif des ménages est demeuré relativement stable, grâce à l'essor des prix des maisons et des cours des actions qui est venu dissimuler la vulnérabilité croissante du bilan des particuliers. Les prix nominaux de l'immobilier résidentiel ont commencé à reculer en 2006, et à l'automne 2007, il était devenu évident pour les investisseurs à l'échelle mondiale que le risque lié au marché américain des prêts hypothécaires à risque avait été mal évalué et que l'offre de logements était fortement excédentaire (Graphique 6). La demande des investisseurs pour les titres hypothécaires s'est effondrée, ce qui a restreint les sources de capitaux des institutions financières. Les prix des maisons ont dégringolé, et le nombre de défauts de paiement sur prêts hypothécaires et de saisies de propriétés a monté en flèche. Entre le troisième trimestre de 2007, où elle a atteint un sommet d'environ 67 billions

¹⁰ Ce ratio a été calculé selon les critères utilisés au Canada.

Graphique 7 : Ratio de la dette au revenu disponible des ménages et taux d'épargne des particuliers

Données trimestrielles



Nota : Les zones ombrées indiquent les périodes de récession. Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans le calcul du ratio de la dette au revenu disponible aux États-Unis.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale

Dernières observations : 2012T4 (taux d'épargne) et 2012T3 (ratio de la dette au revenu disponible)

Graphique 8 : Ratio de la valeur nette du patrimoine au revenu disponible des ménages

Données trimestrielles



Nota : Les zones ombrées indiquent les périodes de récession.

Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale et Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : 2012T3

de \$ É.-U., et le premier trimestre de 2009, où elle a touché un creux de 51 billions, la richesse des ménages a reculé de 24 %. Du coup, la valeur nette du patrimoine des ménages par rapport à leur revenu disponible a enregistré sa plus importante baisse de l'après-guerre et est descendue à son plus bas niveau depuis 1992 (Graphique 8).

La flambée des primes de risque et l'opacité associée aux instruments financiers complexes adossés à des créances hypothécaires ont soulevé des inquiétudes sur l'ampleur de l'exposition possible des banques à ces actifs risqués. Les craintes d'une hausse future du nombre de défauts de

◀ Les craintes d'une hausse future du nombre de défauts de paiement et de saisies immobilières ont provoqué un fort repli des prêts interbancaires et un resserrement extrême des critères d'octroi de crédits.

paiement et de saisies immobilières ont provoqué un fort repli des prêts interbancaires et un resserrement extrême des critères d'octroi de crédits aux consommateurs et aux entreprises. L'effondrement du crédit qui en est résulté aux États-Unis a entraîné une détérioration des conditions macro-économiques qui a fait se multiplier les reprises de possession et créé des interactions défavorables entre l'économie réelle et le secteur financier.

Le processus de désendettement des ménages

Les ménages se sont vus contraints de réduire leur levier d'endettement afin d'assainir leur bilan, parce que, d'une part, ils avaient accumulé une dette d'un niveau insoutenable (Graphique 7) et que, d'autre part, il leur fallait remédier dans une certaine mesure à leur perte de richesse sans précédent (Graphique 8).

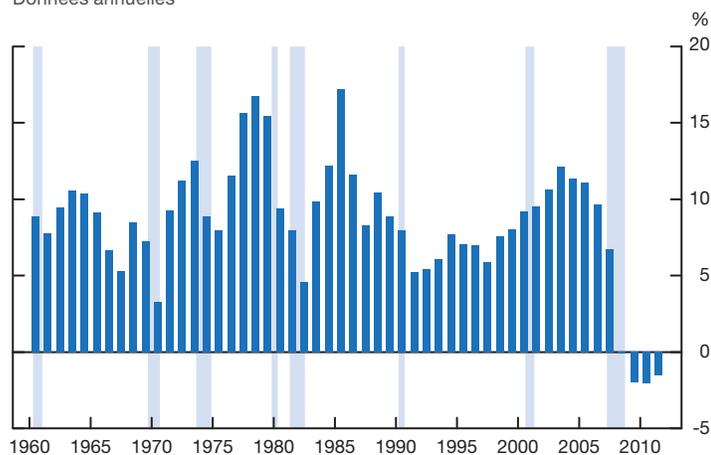
Un déclin inégalé du niveau de la dette nominale des ménages est observé depuis 2009 aux États-Unis (Graphique 9), conséquence aussi bien du remboursement des dettes que des défauts de paiement, surtout sur les prêts hypothécaires¹¹. Il est difficile de déterminer ce qui constitue un niveau optimal de la dette des ménages, mais le ratio obtenu en rapportant celle-ci au revenu disponible, qui s'établit actuellement à environ 140 %, demeure élevé, même s'il s'est inscrit en baisse de quelque 25 points de pourcentage depuis son sommet. Bien que cette diminution représente une avancée importante, on peut s'attendre à ce que le processus de désendettement se poursuive et continue à plomber les dépenses des ménages.

La perte de valeur nette subie par le patrimoine des ménages durant la Grande Récession peut être effacée par l'action conjuguée d'un accroissement de l'épargne (affecté au remboursement de la dette ou à l'acquisition de nouveaux biens) et du renchérissement des actifs immobiliers et financiers. Or, la valeur des actifs financiers a augmenté depuis la Grande Récession, mais les prix des logements sont restés déprimés¹². Par conséquent, les ménages ont beaucoup accru leur épargne, ce qui a pesé sur la

◀ Les ménages se sont vus contraints de réduire leur levier d'endettement afin d'assainir leur bilan.

Graphique 9 : Croissance de la dette nominale des ménages aux États-Unis

Données annuelles



Nota : Les zones ombrées indiquent les périodes de récession.

Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale

Dernière observation : 2011

¹¹ Selon les estimations du McKinsey Global Institute (2010), les deux tiers de la réduction de l'endettement des ménages sont attribuables à des défauts de paiement, et le tiers, au remboursement des dettes.

¹² Les biens immobiliers représentent actuellement le tiers du patrimoine des ménages, et les actifs financiers, les deux tiers.

consommation (**Graphique 7**)¹³. L'accroissement de l'épargne est motivé non seulement par le désir des ménages de compenser leur perte de richesse, mais aussi par des facteurs tels que leur volonté de se prémunir contre des chocs futurs ainsi que la réticence des banques à consentir des prêts (ce qui est compatible avec la chute de la consommation de biens durables observée durant la récession, fortement tributaire de l'accès au crédit). Normalement, pour une même diminution du prix du logement, les ménages très endettés montrent une plus grande propension à couper dans leurs dépenses de consommation que ceux qui le sont moins. Dynan (2012) constate à cet égard que la baisse de la consommation au-delà de la réaction habituelle du ménage à un recul de la valeur de son patrimoine est conditionnée par l'importance de son endettement. Globalement, la consommation a enregistré sept trimestres de croissance négative depuis 2007 et a accusé un repli total d'environ 3,4 % entre le sommet et le creux de cycle, soit le plus prononcé de l'après-guerre (**Graphique 4**). En outre, depuis la fin de la récession, la croissance de la consommation n'a pas dépassé 2,1 % en moyenne. Jordà, Schularick et Taylor (2011) estiment que la réduction des leviers d'endettement dans le secteur privé retranchera quelque 0,75 point de pourcentage du taux de croissance du PIB à l'horizon 2012-2014.

Le désendettement des ménages nécessaire pour que la valeur nette de leur patrimoine retrouve le niveau souhaité dépendra en bonne partie de l'évolution future des prix des actifs, en particulier des logements, puisqu'un vif rebond de l'immobilier pourrait limiter la baisse du levier financier à opérer. D'un autre côté, le désendettement public, qui passe par le relèvement de la fiscalité et la compression des dépenses des administrations, y compris les transferts directs aux ménages, pourrait peser sur les revenus de ces derniers et sur la croissance du PIB.

L'effet modérateur persistant de la morosité du secteur du logement

Les récessions modernes aux États-Unis ont souvent eu pour origine un resserrement de la politique monétaire visant à ralentir l'inflation (ou à tout le moins à la contenir). Ce resserrement s'est fréquemment soldé par un marché déprimé du logement, mais, à la faveur du retour à la normale de la politique monétaire, l'économie profitait du redécollage de l'immobilier et des effets de richesse bénéfiques découlant du redressement des prix des maisons. Grâce à l'achat de biens et de services qui accompagnent l'acquisition d'un logement, des effets multiplicateurs venaient amplifier l'incidence favorable de ces évolutions sur la croissance du PIB.

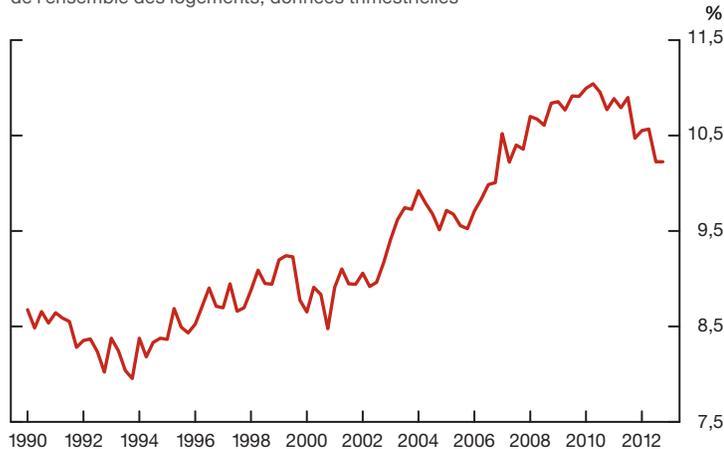
Cette fois-ci, la dynamique à l'œuvre diffère de celle observée aux États-Unis lors des reprises antérieures. Parce que c'est le marché immobilier résidentiel qui est à l'origine du choc négatif initial, et non une politique monétaire restrictive, la croissance du PIB reste bridée par l'atonie persistante du secteur du logement. Si un certain redressement de l'immobilier a été constaté ces derniers trimestres, l'investissement résidentiel a tout de même diminué de moitié par rapport au sommet atteint avant la récession et les prix des logements stagnent. De multiples facteurs liés aux causes de la crise financière continueront de peser sur le marché du logement et l'économie¹⁴.

¹³ Toutefois, le taux d'épargne se situe encore à de bas niveaux par rapport à la moyenne de la période allant de 1960 à 1980.

¹⁴ La déprime du secteur du logement a eu des retombées indirectes sur les administrations des États et les collectivités locales. Le repli des prix des maisons a comprimé les recettes publiques et contribué à amputer ces deux ordres de gouvernement de quelque 700 000 emplois. La situation de ce secteur s'est cependant stabilisée au cours des récents trimestres et ne devrait pas exercer d'effet modérateur notable sur la croissance.

Graphique 10 : Logements inoccupés aux États-Unis

Nombre de logements inoccupés durant toute l'année en pourcentage de l'ensemble des logements, données trimestrielles



Sources : Bureau du recensement des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

La reprise actuelle a été freinée par le resserrement des critères de prêt et le rationnement du crédit exceptionnels qui ont entravé l'octroi de crédits hypothécaires, malgré le contexte de bas taux d'intérêt. Par ailleurs, une forte proportion d'emprunteurs (plus de 20 % selon CoreLogic) ont toujours un avoir propre foncier négatif, le montant de leur prêt hypothécaire dépassant la valeur de marché de leur logement. Cette situation rend difficile la vente du logement ou le refinancement du prêt existant pour profiter des faibles taux d'intérêt. À cela s'ajoute le fait que nombre de ménages en défaut de paiement hypothécaire se verront exclus du marché immobilier durant des années.

La surabondance de l'offre de logements contribue aussi de façon importante à limiter la croissance. Avant la crise financière, la progression des prix réels des maisons a coïncidé avec une intensification de l'activité dans le secteur de la construction : entre 2002 et 2006, près de deux millions de logements ont été mis en chantier annuellement, un rythme supérieur au taux de formation des ménages. L'excès de l'offre est attribuable à cette accumulation de logements nouvellement construits, mais aussi à la taille encore appréciable du parc de propriétés saisies. Bien que la situation se soit améliorée, le taux d'inoccupation des logements demeure historiquement élevé (Graphique 10). En restreignant l'investissement dans de nouveaux projets résidentiels, ce fort taux d'inoccupation continuera d'exercer des pressions à la baisse sur les prix à court terme.

◀ La surabondance de l'offre de logements contribue aussi de façon importante à limiter la croissance.

Le secteur des entreprises

Les sociétés financières

Comme nous l'avons vu, en créant les conditions d'un accroissement rapide de l'endettement des ménages, le secteur financier américain a joué un rôle décisif durant la récente crise. L'abaissement subséquent du levier d'endettement des sociétés financières a aussi influé sur l'évolution de la récession et de la reprise.

Avant la crise, les sociétés financières ont accru leur levier en recourant de plus en plus aux marchés de court terme, au détriment des dépôts, pour se procurer les fonds nécessaires au financement de leurs activités d'octroi de crédits aux ménages. Comme dans le cas du secteur des ménages, en

raison d'une mauvaise appréciation de la qualité des actifs et de l'expansion du secteur bancaire parallèle, les banques commerciales n'apparaissent pas excessivement endettées aux États-Unis à l'aune du ratio de leur dette à leur actif au moment où la crise financière a éclaté. Toutefois, durant la crise, les passations en charge massives associées à la détérioration du marché américain des prêts hypothécaires à l'habitation ont infligé de lourdes pertes en capital au système financier. L'intense aversion pour le risque, conjuguée aux estimations élevées du risque de contrepartie, a provoqué la paralysie des marchés de financement des banques et un assèchement marqué du crédit alors que les établissements financiers réduisaient rapidement leur levier.

La prise de mesures concertées pour répondre à un double objectif — soit de recapitaliser les grandes institutions financières et d'injecter au besoin de la liquidité — a néanmoins aidé à soulager le secteur financier des tensions existantes, limitant dans une certaine mesure la nécessité de se délester d'actifs et prévenant de nouveaux torts à l'économie réelle. Sans cette action coordonnée, la contraction de l'activité du secteur financier et de l'offre de crédit aurait été plus prononcée encore et se serait traduite par un marasme économique plus profond et plus grave. Même si les banques américaines ont considérablement étoffé leurs fonds propres ces dernières années, divers éléments, dont la persistance de taux élevés de défaut de paiement, l'accumulation des procédures de saisie immobilière engagées et l'incertitude entourant l'évolution future des prix des logements, ont continué de faire obstacle aux flux de crédits hypothécaires habituellement observés durant les reprises. Plus de quatre ans après l'effondrement de ce marché, la titrisation privée de créances hypothécaires reste toujours pour ainsi dire inexistante. Dans l'ensemble, cependant, le désendettement des sociétés financières est très avancé, et des signes d'une hausse des crédits à la consommation commencent à apparaître, en particulier les prêts automobiles et les autres crédits destinés à financer de gros achats¹⁵.

◀ *La prise de mesures concertées a aidé à soulager le secteur financier des tensions existantes.*

Les sociétés non financières

Contrairement à la dette des ménages et des sociétés financières, celle des sociétés non financières ne s'est pas accrue de façon notable avant la Grande Récession, ce qui n'a nécessité qu'un léger ajustement durant la phase en cours du cycle de levier. De fait, le rythme de croissance de la dette des entreprises en 2012 correspond à peu près au taux moyen des vingt dernières années. De plus, d'autres mesures de la santé des entreprises non financières, comme le ratio de liquidité relative, donnent à penser que leurs bilans sont relativement sains. Dans l'ensemble, la réduction du levier d'endettement dans ce secteur ne devrait pas inhiber la croissance du PIB¹⁶. Bien que les investissements des entreprises demeurent faibles par rapport aux niveaux observés lors des reprises précédentes, il faut y voir une réaction endogène à une demande globale moins soutenue et à l'incertitude plus élevée plutôt que la nécessité, pour les sociétés non financières, d'abaisser leur niveau d'endettement.

¹⁵ D'après les résultats de l'enquête menée en janvier 2013 par la Réserve fédérale auprès des responsables du crédit sur les pratiques des banques en matière de prêt, les critères d'octroi de crédits aux sociétés ont été assouplis dans un certain nombre de secteurs d'activité.

¹⁶ L'immobilier commercial, où les ratios de levier financier ont traditionnellement été plus élevés, fait exception. Avant la Grande Récession, la facilité d'obtention du crédit et la souplesse des critères de souscription de prêts ont favorisé un essor temporaire des prix de l'immobilier commercial et le gonflement concomitant de la dette hypothécaire. La réduction du levier d'endettement dans ce secteur a ralenti l'activité durant toute la récession et jusqu'à ce point-ci de la reprise.

Le secteur public

Pendant que les ménages se désendettaient et que la demande privée s'effondrait aux États-Unis, les administrations publiques apportaient un soutien important à la demande globale en accentuant leur endettement. Les stabilisateurs budgétaires automatiques ont joué à plein durant la récession, conséquence à la fois de la contraction des recettes fiscales et des hausses des paiements de transfert (allocations de chômage, bons attribués dans le cadre du programme d'assistance supplémentaire à l'alimentation, remboursements effectués aux bénéficiaires du régime d'assurance maladie Medicaid, etc.). De plus, lorsque la crise financière s'est aggravée, d'importants programmes de relance budgétaire ont été votés. Ainsi, l'*American Recovery and Reinvestment Act*, promulguée en février 2009, prévoyait l'engagement direct de dépenses d'infrastructure et d'éducation, des incitations fiscales et la prolongation du versement des allocations de chômage.

Le revenu disponible des ménages s'est maintenu en grande partie grâce à l'action des pouvoirs publics (**Graphique 11**). Sans l'accroissement rapide des paiements de transfert et les nombreux allègements fiscaux consentis, la situation financière des ménages, la consommation et l'ensemble de l'économie américaine auraient subi un choc négatif encore plus dur.

Ce soutien important de l'État s'est cependant traduit par un gonflement considérable du déficit et de la dette publics. Le ratio du déficit de l'administration fédérale au PIB, qui s'était établi en moyenne autour de 2,5 % dans les trois années précédant la récession, a atteint 10 % en 2009, un nouveau sommet de l'après-guerre (**Graphique 12**). Selon le Bureau du budget du Congrès, la dette publique fédérale équivalait à 73 % du PIB en 2012, soit deux fois plus, en proportion, qu'avant la récession. Au moment où les ménages diminuaient leur endettement, l'État a accru le sien, de sorte que le ratio de la dette totale au PIB est demeuré pratiquement inchangé.

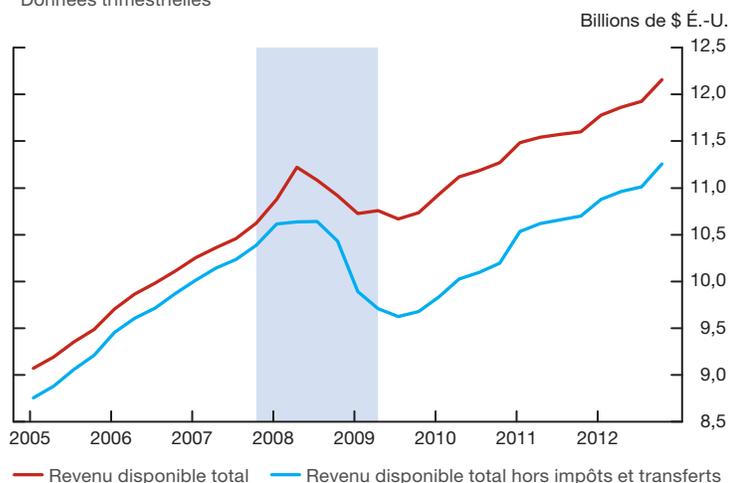
La dette fédérale américaine se trouve actuellement sur une trajectoire insoutenable rendant indispensables des ajustements en profondeur des dépenses et des recettes publiques, et la réduction du levier d'endettement de l'État affaiblira la croissance durant les années à venir.

◀ Les administrations publiques ont apporté un soutien important à la demande globale en accentuant leur endettement.

◀ Des ajustements en profondeur des dépenses et des recettes publiques seront nécessaires.

Graphique 11 : Revenu disponible total et revenu hors impôts et transferts aux ménages

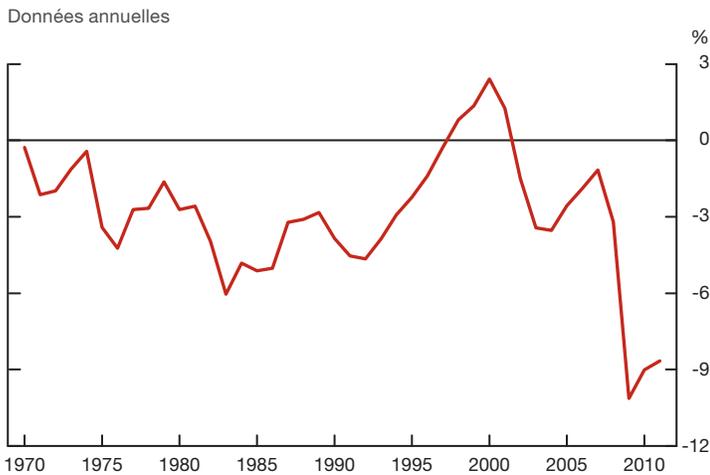
Données trimestrielles



Nota : La zone ombrée représente la récession qui s'est échelonnée du quatrième trimestre de 2007 au deuxième trimestre de 2009.

Source : Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : 2012T4

Graphique 12 : Solde budgétaire des États-Unis en pourcentage du PIB

Sources : Bureau du budget du Congrès et
Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : 2011

Conclusion

La sortie de la crise financière aux États-Unis s'opère avec une lenteur décevante par rapport à d'autres reprises. De nombreux facteurs sont à l'origine de cette situation. La crise qui sévit en Europe et le débat entourant la politique budgétaire américaine sont sans aucun doute en cause dans la montée de l'incertitude et la lenteur du redressement de l'activité économique. En outre, les politiques qui ont empêché le déplacement de la demande des pays affichant un excédent courant vers les États en situation de déficit ont probablement empêché une relance plus vigoureuse des exportations américaines. Mais c'est surtout le désendettement des ménages qui inhibe l'accélération de la reprise. Après avoir soutenu la demande globale ces dernières années, le secteur public doit maintenant lui aussi réduire sa dette. Ces efforts d'abaissement du levier d'endettement dans les secteurs public et privé feront sentir leurs effets dans les années à venir. On peut donc s'attendre à ce que l'économie américaine reste un certain temps sur un sentier de croissance modérée. Étant donné les liens réels et financiers étroits que le Canada entretient avec les États-Unis, la faiblesse de la reprise au sud de la frontière explique en partie la lenteur de la remontée des exportations canadiennes. Pour ce qui est de l'avenir, la trajectoire modérée de la croissance du PIB aux États-Unis projetée par la Banque dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire* continuera d'avoir des implications importantes pour l'économie canadienne et la politique monétaire.

Ouvrages et articles cités

- Bernanke, B. S. (2011). « Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007 », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 15, février, p. 15-30.
- Carney, M. (2011a). « Les déséquilibres mondiaux, le système monétaire international et la stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 15, février, p. 35-43.

- Carney, M. (2011b). *La croissance en période de réduction des leviers d'endettement*, discours prononcé devant l'Empire Club of Canada et le Canadian Club of Toronto, Toronto (Ontario), 12 décembre.
- Dynan, K. (2012). *Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?*, The Brookings Institution. Internet : http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2012_spring_bpea_papers/2012_spring_BPEA_dynan.pdf.
- Fonds monétaire international (2012). « Une dette élevée et une croissance anémique », *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre.
- Gordon, R. J., et R. Krenn (2010). *The End of the Great Depression 1939-41: Policy Contributions and Fiscal Multipliers*, document de travail n° 16380, National Bureau of Economic Research.
- Howard, G., R. Martin et B. A. Wilson (2011). *Are Recoveries from Banking and Financial Crises Really So Different?*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 1037.
- Jordà, Ò., M. H. P. Schularick et A. M. Taylor (2011). *When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises*, document de travail n° 17621, National Bureau of Economic Research.
- Kozicki, S., E. Santor et L. Suchanek (2011). « L'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle : l'achat d'actifs par les banques centrales », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-27.
- McKinsey Global Institute (2010). *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences*. Internet : http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/debt_and_deleveraging_the_global_credit_bubble_update.
- Mian, A., et A. Sufi (2010). « The Great Recession: Lessons from Microeconomic Data », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 100, n° 2, p. 51-56.
- Reinhart, C. M., et K. S. Rogoff (2008). « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.
- (2012). *This Time Is Different, Again? The U.S. Five Years After the Onset of Subprime*, 22 octobre. Internet : <http://www.voxeu.org/article/time-different-again-us-five-years-after-onset-subprime-0>.
- Sá, F., P. Towbin et T. Wieladek (2011). *Low Interest Rates and Housing Booms: The Role of Capital Inflows, Monetary Policy and Financial Innovation*, document de travail n° 411, Banque d'Angleterre.

Résumé de colloque : Intermédiation et vulnérabilités financières

Jason Allen, James Chapman et Ian Christensen, département de la Stabilité financière

En octobre 2012, le colloque économique annuel de la Banque du Canada a donné l'occasion à des experts du monde entier de s'entretenir des grands enjeux relatifs à l'intermédiation et aux vulnérabilités financières. Ce colloque a notamment porté sur la situation financière des ménages et son lien avec la stabilité financière, de même que sur la réglementation des banques et le secteur bancaire parallèle, thèmes qui ont permis de traiter de la titrisation et de la question du périmètre réglementaire.

Avant la crise financière de 2007-2009, les économistes avaient pour habitude d'étudier surtout les relations des ménages et des entreprises avec les entités (institutions financières) qui, à partir de leurs opérations de bilan, servent d'intermédiaires entre les épargnants et les emprunteurs. Dans le sillage de la crise, il est apparu que notre compréhension de ces relations était par trop simpliste.

Il nous a donc fallu réexaminer de quelle manière le système financier achemine l'épargne vers les emprunteurs. Il faut en particulier poursuivre la recherche, afin de comprendre le secteur bancaire traditionnel ainsi que le secteur du financement de marché (le système bancaire parallèle) et de comprendre aussi comment ces deux secteurs créent des liens qui ont pour effet de redistribuer les risques à travers le système financier. L'objectif du colloque annuel de la Banque était d'aider à analyser ce processus de redistribution et son incidence éventuelle sur les ménages.

La santé de l'économie canadienne dépend de la santé des ménages. Leur situation financière influe beaucoup sur la stabilité du secteur financier, d'abord en raison de leur capacité à honorer leurs engagements, ensuite du fait des variations de la valeur de leur actif le plus important : le logement. La compréhension des mécanismes par lesquels les changements intervenus dans le financement bancaire — en particulier l'avènement de la titrisation des créances hypothécaires — peuvent toucher les emprunts des ménages, et par lesquels également les fragilités du bilan des ménages peuvent influencer sur le risque de l'activité bancaire, représente en conséquence un champ de recherche majeur.

Bâti autour de six séances, le colloque annuel de 2012 comportait une dizaine de communications, dont le discours d'un conférencier d'honneur, ainsi que la conférence commémorative John Kuszczak et une table ronde. Les communications et les discussions auxquelles elles ont donné lieu sont résumées dans le présent article.

Séance 1 : Une nouvelle ère dans le secteur bancaire

Sir John Vickers (All Souls College, Université d'Oxford) inaugure le colloque par un panorama du monde bancaire après la récente crise financière. Vickers a présidé la commission britannique indépendante sur le système bancaire (ICB), qui a formulé des propositions de réforme pour le secteur bancaire du Royaume-Uni. Son exposé, intitulé *Some Economics of Banking Reform*, présente une analyse des principales recommandations de l'ICB. Celle-ci plaide en faveur d'une séparation des activités de détail et des activités d'investissement au sein de chaque banque, afin de protéger les premières du risque plus important que constituent les secondes. Pour mieux aider les banques à absorber les pertes en cas de choc négatif, l'ICB recommande en outre que les établissements émettent plus d'actions et de titres destinés à l'absorption des pertes. Le but des propositions est de reporter sur les investisseurs le risque supporté par les petits déposants (et les contribuables) en vue de priver les banques de la possibilité de financer leur activité risquée d'investissement avec des dépôts, et de préserver la banque de détail d'une défaillance du segment des investissements.

Dans les échanges qui suivent l'exposé de Vickers, des intervenants se demandent si ce cloisonnement permettra d'atténuer le problème posé par les institutions jugées trop importantes pour qu'on les laisse faire faillite. Vickers répète que les initiatives avancées accroîtraient la stabilité financière et soutient que cet avantage contrebalancerait largement le coût annuel de la séparation et de l'augmentation de la capacité d'absorption des pertes pour les banques britanniques, estimé par l'ICB entre 4 et 7 milliards de livres. Vickers cite le rapport Liikanen¹, qui propose également des réformes allant dans le sens d'un renforcement de la stabilité financière en Europe et dont les recommandations sont semblables à celles de l'ICB. Le rapport Liikanen préconise toutefois la séparation de la négociation pour compte propre et des activités de négociation pour tiers plutôt que le cloisonnement de la banque de détail.

Séance 2 : Modélisation du risque de crédit des ménages

Dans les années qui ont suivi l'effondrement du marché américain du logement, de nombreux chercheurs ont tenté d'expliquer la formation de cette bulle immobilière et son éclatement, et ont étudié le recours à des politiques différentes en matière de logement et de prêt hypothécaire pour contrer ce genre de bulles. Dans la communication intitulée *Real Estate Investors and the Boom and Bust of the U.S. Housing Market*, la présentatrice Wenli Li (Banque fédérale de réserve de Philadelphie) et son collaborateur Zhenyu Gao (Université de Princeton) examinent le rôle des emprunteurs qui investissent dans l'immobilier (à savoir le rôle des acheteurs d'un second logement). Leurs résultats empiriques montrent que le volume d'activité des investisseurs est sensible aux anticipations concernant les prix des

¹ Aussi appelé « rapport du Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'Union européenne », ce rapport a été préparé par un groupe d'experts travaillant sous l'égide de la Commission européenne et présidé par le gouverneur de la Banque de Finlande, Erkki Liikanen.

logements et aux contraintes de crédit. Les investisseurs immobiliers ont la capacité d'amplifier les cycles du marché du logement, et l'assouplissement des critères d'octroi des prêts hypothécaires peut aggraver ce problème.

Le commentateur **Césaire Meh** (Banque du Canada) fait ressortir l'importance des investisseurs immobiliers et met en avant des données se rapportant au levier d'endettement des investisseurs et éclairant leur « profil ». Fait notable, avant la crise financière, les propriétaires américains qui achetaient un logement à des fins de placement étaient moins endettés que les propriétaires-occupants, et plus susceptibles d'être des emprunteurs à revenu élevé dont la créance hypothécaire était de première qualité. Meh souligne que les résultats de l'étude de Li et Gao montrent que des politiques vouées, par exemple, à augmenter la mise de fonds requise pour qu'un immeuble de placement soit admissible à l'assurance hypothécaire auront pour effet de déprimer l'activité des investisseurs et de modérer, par conséquent, les cycles des prix des logements. Néanmoins, dans la mesure où les investisseurs peuvent souvent verser des mises de fonds importantes (et n'ont donc généralement pas besoin d'une assurance hypothécaire), ces politiques pourraient n'avoir qu'une incidence limitée sur la demande des investisseurs. De même, **Derek Stacey** (Université Ryerson) relève que les investisseurs immobiliers joueraient un plus grand rôle si les prêteurs assouplissaient les critères d'octroi des crédits hypothécaires car, comme l'indique le modèle de Li et Gao, la relation entre la croissance des prix des logements et la demande d'immeubles de placement repose sur le fait que les frais de transaction pour changer la propriété d'un placement immobilier sont moins élevés que les coûts d'acquisition et de vente de maisons habitées par leurs propriétaires.

Dans l'étude intitulée *Continuous Workout Mortgages in a Structural Model of Housing and Mortgage Markets*, **Edward Kung** (Université de Californie, Los Angeles) analyse les effets que différents types de contrats hypothécaires peuvent avoir sur le bien-être. Il montre que les contrats qui font supporter le risque de variation du prix des maisons conjointement à l'emprunteur et au prêteur — les remboursements du prêt hypothécaire étant ajustés automatiquement — peuvent améliorer l'efficacité du marché hypothécaire et du marché du logement. Par exemple, si le prêteur assume une partie du risque de baisse des prix des maisons mais que les plus-values sont partagées avec lui, le bien-être du consommateur se trouve renforcé. Ce genre de contrat hypothécaire peut également accroître la stabilité financière puisqu'en n'absorbant plus la totalité de la moins-value de leur logement, les propriétaires sont moins susceptibles de faire défaut. Des variantes de ces contrats ont été proposées par Caplin et autres (2007), Caplin, Cunningham et Engler (2009) ainsi que Shiller (2008 et 2009).

Dans ses remarques, **Tom Davidoff** (Sauder School of Business, Université de la Colombie-Britannique) marque son désaccord avec les conclusions de Kung. À son avis, les propriétaires ont déjà la possibilité de se prémunir contre un recul du prix de leur logement en acquérant des titres adossés à l'indice Case-Shiller ou en contractant un prêt hypothécaire inversé. Or, les données empiriques tendent à indiquer que les propriétaires ne prennent pas de positions courtes sur les prix des logements.

Jim MacGee (Université Western Ontario) se dit impressionné par l'ambition affichée : analyser au moyen d'un modèle structurel des questions liées à l'innovation des produits hypothécaires. Cependant, comme Davidoff, il doute que le recours aux prêts hypothécaires à remboursement ajusté puisse devenir populaire. MacGee relève l'aléa moral associé à ce genre

de contrat; étant donné que l'établissement prêteur accepte une partie du risque de baisse sans prendre part au financement du coût d'entretien du bien immobilier ni au choix du moment de la mise en vente, l'emprunteur pourrait se comporter de manière à réduire la plus-value du prêteur.

Séance 3 : Vulnérabilités des ménages

Dans un contexte où le ratio moyen de la dette au revenu disponible atteint désormais 165 %, les ménages canadiens sont de plus en plus exposés aux mouvements des taux d'intérêt, aux chocs négatifs de revenu et à une baisse des prix des maisons.

Dans *What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel*, **Atif Mian** (Université de Californie, Berkeley) et le présentateur **Amir Sufi** (Booth School of Business, Université de Chicago) expliquent comment un choc négatif sur les bilans des ménages (découlant par exemple d'une diminution du prix des maisons) entraîne une contraction de la demande globale et une hausse du chômage. En s'appuyant sur les chiffres de l'emploi, compilés comté par comté, et en départageant le secteur de la fabrication en biens échangeables et biens non échangeables internationalement, les auteurs constatent que ce sont dans les comtés où vivaient les ménages les plus endettés qu'on a observé les chutes les plus brutales de la demande après la crise financière (Mian, Rao et Sufi, 2011) et les plus fortes pertes d'emplois dans le secteur des biens non échangeables. D'après les résultats de Mian et Sufi, les pertes d'emplois enregistrées dans le secteur des biens échangeables ne sont pas corrélées au niveau d'endettement des ménages au sein des comtés considérés, ce qui cadre avec le canal de la demande globale, suivant lequel la demande de biens échangeables a partout diminué. Les auteurs estiment que 65 % des pertes d'emplois survenues aux États-Unis entre mars 2007 et mars 2009 sont imputables au canal de la demande globale.

Se basant sur des données relatives aux États américains qui touchent notamment aux dépenses de consommation, la commentatrice **Katsiaryna Kartashova** (Banque du Canada) analyse la robustesse des résultats de l'étude et confirme les observations des auteurs. Elle montre aussi que le crédit bancaire a eu un rôle dans les pertes d'emplois subies aux États-Unis après 2007. En effet, la diminution du crédit bancaire a réduit l'emploi dans le secteur des biens non échangeables, non seulement du fait du recul de la demande des emprunteurs associé aux tensions du bilan des ménages (comme chez Mian et Sufi, 2012), mais aussi en raison des conséquences de la dégradation du bilan des banques, d'où une amplification des résultats de Mian et Sufi.

Rui Castro (Université de Montréal) s'est intéressé à une autre hypothèse — celle d'un choc propre au secteur des biens non échangeables — pour expliquer la hausse du chômage dans ce secteur. La majorité des entreprises productrices de biens non échangeables étant de petite taille (c'est le cas des restaurants), elles dépendent davantage du financement bancaire que les fabricants de biens échangeables, qui sont généralement des entreprises de grande taille (cas des producteurs automobiles). Pour Castro, la raréfaction du crédit a été préjudiciable aux petites entreprises des comtés habités par les ménages les plus endettés. Parce que l'endettement des ménages est un élément important de l'économie d'aujourd'hui, cette étude a suscité un long débat parmi les participants.

Dans *Consumer Bankruptcy and Information*, **Jason Allen** et le présentateur **Evren Damar** (tous deux de la Banque du Canada) et **David Martinez-Miera** (Université Carlos III) analysent les facteurs qui ont contribué à la hausse de l'insolvabilité des ménages au cours des deux dernières décennies. À

partir de renseignements que livrent des données administratives sur les déclarations de faillite au Canada, les trois chercheurs étudient la variation considérable des taux de faillite dans le temps et entre quartiers. Leur principale hypothèse de travail est que les évolutions des taux de faillite observés dans divers quartiers peuvent être en partie expliquées par le rôle des succursales bancaires et la relation entre créanciers et débiteurs à l'échelon local. Le principal constat empirique est que les banques affichant les taux d'approbation de prêts par succursale les plus élevés sont aussi celles dont les clients font le plus faillite. Le phénomène tient peut-être au fait que ces banques exploitent les données informelles avec moins d'intensité que les autres banques en raison de leur incapacité à nouer des relations individuelles suivies avec leurs nombreux emprunteurs. Ce résultat a d'importantes implications, car il indique que les données objectives (pointages de crédit) ne peuvent pas entièrement remplacer les renseignements recueillis localement par les succursales à la faveur de contacts personnels.

Les commentateurs **Reint Gropp** (Université Goethe) et **Emre Ergungor** (Banque fédérale de réserve de Cleveland) examinent les deux mécanismes explicatifs avancés par Allen, Damar et Martinez-Miera : 1) l'effet des fusions bancaires sur la répartition des emprunteurs entre succursales; 2) une analyse de régression de la relation entre l'utilisation d'informations informelles et le nombre des faillites personnelles. De l'avis des deux commentateurs, le premier mécanisme permet d'expliquer de façon plus convaincante le lien entre succursales bancaires et faillites. Pour Ergungor, la fermeture de succursales est souvent un enjeu aux États-Unis et devrait faire partie de l'analyse formelle. Pour sa part, Gropp soulève la question de l'incidence potentielle de ces fermetures du point de vue du bien-être collectif, ainsi que celle du niveau socialement optimal des faillites.

Séance 4 : Intermédiation financière et prix des actifs

Dans la conférence d'honneur, le présentateur **Hyun Song Shin** (Université de Princeton) et sa coauteure **Valentina Bruno** (Kogod School of Business, American University) se penchent sur les flux de capitaux et le canal de la prise de risque de la politique monétaire. Ils soulignent en particulier l'importance des conditions de la liquidité mondiale pour le crédit intérieur. Les banques étant aujourd'hui d'envergure internationale, de bas taux d'intérêt réduisent les coûts du financement bancaire. Cela a pour effet d'augmenter l'offre de crédit et d'accentuer la prise de risque. Shin et Bruno soutiennent qu'en temps normal, les mesures de risque paraissent diminuer même en contexte de prise de risque accrue des banques, ce qui alimente les flux interbancaires transfrontières et incite les banques à assumer encore plus de risque. Les auteurs concluent que la prise de risque et les mesures de risque s'influencent réciproquement. Le facteur d'amplification clé qu'ils examinent est l'effet qu'une prise de risque accrue a sur l'appréciation de la monnaie en raison de la hausse des flux de capitaux. L'intensification de ces flux entraîne un recul de la volatilité mesurée (c.-à-d. du risque perçu) des actifs bancaires et, par conséquent, un nouvel accroissement des flux de capitaux du fait que les banques visent un niveau de risque préétabli.

Dans son commentaire, **Guillaume Plantin** (École d'économie de Toulouse et Institut d'Économie Industrielle) indique que le principal mécanisme invoqué par Bruno et Shin est le non-respect de la condition de parité des taux d'intérêt non couverte². Les monnaies des pays où les taux d'intérêt

² La condition de parité des taux d'intérêt non couverte postule que l'écart de taux d'intérêt entre deux pays est égal à la variation attendue de leurs taux de change.

sont faibles tendraient ainsi à se déprécier, plutôt qu'à s'apprécier comme le veut cette condition. Les économistes comprennent mal pourquoi dans la réalité, la condition de parité non couverte est généralement infirmée par les données, et de nombreux travaux ont récemment été consacrés à cette énigme troublante³.

Séance 5 : Innovation financière, secteur bancaire parallèle et périmètre prudentiel

Le Conseil de stabilité financière décrit le secteur bancaire parallèle dans les termes généraux suivants : intermédiation de crédit faisant intervenir des entités et des activités en dehors du système bancaire classique (CSF, 2011). Ce secteur s'est trouvé au cœur de la crise financière de 2007-2009 parce que, d'une part, il avait des pratiques de titrisation douteuses et s'appuyait sur des modes de financement moins stables et que, d'autre part, les banques traditionnelles faisaient appel à lui pour lever des fonds sur les marchés de gros, eux aussi plus fragiles. Ces divers canaux de financement reposaient essentiellement sur la titrisation, comme l'émission de papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Pour s'attaquer au problème, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a lancé, en 2009, un appel à propositions, en vue de renforcer les exigences de liquidité de façon à favoriser la résilience du secteur financier⁴.

En réponse à l'appel du Comité de Bâle, **Charles Calomiris** (Université Columbia), **Florian Heider** et **Marie Hoerova** (tous deux de la Banque centrale européenne) ont procédé à une analyse approfondie des exigences de liquidité, dont Calomiris livre le fruit dans la communication intitulée *A Theory of Bank Liquidity Requirements*. Au moyen d'un modèle où les exigences de fonds propres et les exigences de liquidité interagissent, les auteurs déterminent la combinaison optimale de ces exigences selon un certain nombre de scénarios. Les actifs liquides tiennent un rôle important en limitant le risque de liquidité et en encourageant une gestion plus serrée des risques. Comme l'existence d'un régime d'assurance-dépôts incite moins les banques à se surveiller les unes les autres, l'État pourrait les obliger à détenir davantage d'actifs liquides pour que le niveau de risque soit le même que dans un environnement où il n'y a pas d'assurance-dépôts.

Le commentateur **David Martinez-Miera** (Université Carlos III) reconnaît avec les auteurs le double rôle que jouent les actifs liquides en atténuant aussi bien le risque de liquidité que le risque d'insolvabilité. Il craint cependant que le relèvement des exigences de liquidité n'érode la valeur de la licence d'exploitation des banques⁵, ce qui aggraverait le risque d'insolvabilité au lieu de le réduire. Cette érosion pourrait amener les banques à moins se soucier de préserver la valeur de leur licence et à prendre plus de risques à court terme.

Francesco Trebbi (Université de la Colombie-Britannique) s'attarde au « paradoxe de la liquidité » (Myers et Rajan, 1998), suivant lequel la facilité avec laquelle les actifs liquides peuvent être déplacés rend les banques moins désireuses d'engager leurs fonds. Or, plus les banques disposent de liquidités, plus il est facile pour leurs dirigeants d'adopter un comportement contraire aux volontés de leurs actionnaires et des autorités de

³ Voir, par exemple, Alvarez, Atkeson et Kehoe (2007) ainsi qu'Obstfeld et Rogoff (2000).

⁴ Voir <http://www.bis.org/press/p091217.htm>.

⁵ C'est-à-dire la valeur actualisée des bénéfices nets futurs d'une banque du point de vue de ses actionnaires.

réglementation. Trebbi conclut que les exigences de liquidité demandent une compréhension plus fine qu'il n'y paraît et qu'on doit en approfondir les aspects potentiellement nuisibles.

Dans l'étude intitulée *Covered Bonds and Systemic Risk*, **Kartik Anand** et le présentateur **James Chapman** (tous deux de la Banque du Canada) et **Prasanna Gai** (Université d'Auckland) examinent les implications de l'existence des obligations sécurisées pour le risque systémique et la stabilité financière. Les obligations sécurisées sont des titres garantis par un bloc d'actifs de grande qualité « cantonnés » au bilan de la banque émettrice, c'est-à-dire isolés du reste des actifs. Dans le modèle décrit, le montant de ces obligations que les banques peuvent émettre est plafonné par l'imposition d'une limite au volume des sûretés admissibles. Les auteurs mènent une expérience dans laquelle les actifs ainsi isolés subissent une dépréciation qui oblige la banque à cantonner de nouveaux actifs. Ce rajustement accroît la propension des déposants à retirer leurs fonds, puisque la dépréciation est entièrement supportée par les créanciers ordinaires. En période de rendements élevés, le relèvement de la limite fixée au montant des sûretés peut atténuer le risque systémique en raison de la hausse des possibilités d'investissement. Lorsque les rendements sont faibles, une telle mesure peut au contraire aggraver le risque systémique en influant sur les décisions des créanciers ordinaires de renouveler ou non leurs dépôts. Le modèle indique que le plafond imposé devrait être adaptable plutôt que fixe. Il indique également que la banque centrale peut soutenir le marché secondaire des obligations sécurisées en échangeant de « mauvaises » garanties contre de « bonnes », tant durant les crises systémiques qu'en temps normal.

Les deux commentateurs, **Douglas Gale** (Université de New York) et **Rodney Garratt** (Université de Californie, Santa Barbara), se disent intrigués par le rôle joué par les obligations sécurisées dans la stabilité financière. Ils sont d'avis qu'en dépit de la plausibilité des résultats, Anand, Chapman et Gai devraient lever certaines des hypothèses de leur modèle. Leur étude étant la première à être consacrée aux aspects incitatifs des obligations sécurisées, les auteurs devraient s'intéresser uniquement au cantonnement d'actifs, sans tenter de modéliser à la fois l'émission des obligations sécurisées et leur négociation sur les marchés secondaires.

Séance 6 : Réglementation, externalités et risque systémique

Les communications de cette séance analysent rétrospectivement les crises survenues dans le secteur bancaire parallèle. Dans *Responding to a Shadow Banking Crisis: The Lessons of 1763*, **William Roberds** (Banque fédérale de réserve d'Atlanta) et **Stephen Quinn** (Université chrétienne du Texas) étudient l'effondrement, en 1763, de la banque d'affaires de Neufville ainsi que ses répercussions sur les autres banques d'affaires et la Banque d'Amsterdam, en traçant un parallèle avec l'écroulement de Lehman Brothers en 2008. Ils constatent plusieurs similitudes. Les deux établissements avaient eu recours à la titrisation, étaient exposés au risque de refinancement et ont bénéficié de prêts ainsi que d'une facilité d'urgence de la banque centrale. Et dans les deux cas, une banque d'affaires ayant eu recours au levier a été conduite à la faillite par la chute de la valeur des garanties qu'elle détenait. Toutefois, contrairement à ce qui s'était passé avec la maison Lehman, l'intervention de la Banque d'Amsterdam a permis

au marché hollandais de se relever du naufrage de la banque de Neufville. En outre, l'effondrement de Lehman Brothers a eu des répercussions plus graves sur l'économie mondiale.

Angela Redish (Université de la Colombie-Britannique) se dit impressionnée par le travail de dépouillement des archives hollandaises auquel se sont livrés les auteurs en vue d'analyser la crise bancaire de 1763. Néanmoins, elle aurait souhaité qu'ils en dégagent plus de leçons et d'implications en matière de politiques. Par exemple, la réalisation de tests de résistance aurait-elle pu avertir du danger naissant? Des exigences de fonds propres ou de liquidité plus élevées auraient-elles pu aider à prévenir la défaillance?

Olivier Accominotti (London School of Economics and Political Science) fait observer que le travail d'archives des auteurs devrait grandement stimuler les recherches sur l'histoire du système bancaire hollandais. D'après lui, l'effondrement de la banque de Neufville s'apparente davantage au cas d'AIG qu'à celui de Lehman Brothers. De Neufville était en effet très active sur le marché des acceptations, qui ne présentaient pas le problème d'asymétrie des échéances dont était affligée la maison Lehman.

Dans *The Flight from Maturity*, **Gary Gorton** (Yale School of Management) jette un regard rétrospectif sur la déroute de Lehman Brothers en 2008. Lui et ses coauteurs **Andrew Metrick** (Yale) et **Lei Xie** (Yale) soutiennent que celle-ci a été précipitée par la montée des risques ayant suivi le premier mouvement de panique sur le marché des pensions et le marché du PCAA au début de 2007. Ils expliquent cette montée par la course à la liquidité des acteurs de marché, qui se sont mis à délaisser les instruments de long terme tels que les titres d'emprunt à échéance éloignée au profit des instruments de court terme comme les opérations de pension. Les méthodes économétriques au moyen desquelles Gorton, Metrick et Xie testent leur hypothèse permettent de découvrir plusieurs ruptures structurelles (ou changements de régime) dans les séries relatives à cette période. Les auteurs concluent que chaque rupture correspondait à une nouvelle intensification des risques et que l'écroulement de l'ensemble du système financier n'était pas attribuable à un choc unique et inattendu. Autrement dit, la crise de l'automne 2008 était le symptôme de la fragilisation grandissante du système financier. La chute de Lehman Brothers n'a pas été le déclencheur de la crise : elle a simplement marqué le début de la matérialisation inévitable des vulnérabilités financières.

Anna Kovner (Banque fédérale de réserve de New York) loue les efforts déployés par les auteurs en vue de rassembler des données sur la situation de financement à court terme des banques avant et durant la crise financière, mais elle dit être restée sur sa faim. Malheureusement, de nombreux éléments d'information potentiellement utiles (décotes, volumes des opérations de pension, transactions conclues de gré à gré, etc.) ne faisaient l'objet d'aucune collecte avant la crise.

Andrew Morton (Citibanque) évoque sa propre expérience chez Lehman Brothers pendant la crise. À l'instar de Gorton, il est d'avis que cette dernière s'est amorcée bien avant la chute de Lehman Brothers et était l'aboutissement d'une suite imbriquée de phénomènes enclenchée avec le choc survenu sur le marché des pensions en juillet 2007. Il devrait par conséquent être possible pour les pouvoirs publics de détecter ces phénomènes à l'avance, au lieu de les expliquer a posteriori. Voilà l'objectif qu'il faut viser.

Conférence commémorative John Kuszczak

Chaque année depuis 2002, la Banque du Canada honore la mémoire de l'un des siens en invitant un orateur à donner une conférence en souvenir de John Kuszczak. L'invité de cette année – **Edmund Clark** (chef de la direction du Groupe Banque TD) – a entretenu son auditoire de l'effritement de la confiance du public dans le système bancaire à travers le monde, et en particulier dans les banquiers, depuis la crise financière de 2007-2009. Il a abordé certaines des raisons de cette érosion, dont la crise européenne en cours, les déboires financiers de certaines banques et le fait que plusieurs banques secourues par les États et les banques centrales engrangent à nouveau des bénéfices considérables sans avoir vraiment modifié leurs comportements. Clark exhorte les autorités à poursuivre avec fermeté la mise en place d'une réglementation fondée sur des principes (plutôt que sur l'application stricte de règles), afin que les institutions financières et, partant, l'économie puissent mieux fonctionner dans un contexte moins incertain sur le plan réglementaire.

Table ronde

Le colloque s'est terminé par une table ronde réunissant **Mark Carney** (gouverneur de la Banque du Canada), **Stanley Fischer** (gouverneur de la Banque d'Israël) et **Robert Kaplan** (professeur à la Harvard Business School).

Mark Carney a axé ses propos sur les travaux amorcés sur la réglementation du secteur bancaire parallèle, qui figurent parmi les grandes priorités du Conseil de stabilité financière (CSF). Il a fait valoir que ce secteur remplit un rôle important, complémentaire de celui que joue le secteur bancaire réglementé dans le processus d'intermédiation du crédit, et que si ce rôle doit être encouragé, il doit aussi être surveillé. De manière plus générale, le gouverneur a décrit les principales initiatives lancées par le CSF et insisté sur l'importance d'une mise en œuvre cohérente de l'ensemble des réformes. Cette mise en œuvre est essentielle pour préserver les avantages d'un système financier ouvert et intégré à l'échelle mondiale, car les acteurs de marché et les autorités doivent avoir confiance dans la solidité des institutions financières et des marchés financiers des autres pays. Carney a par ailleurs indiqué que le retour à un système financier mondial segmenté en blocs nationaux risquerait de réduire tant la capacité financière que la résilience systémique, ce qui aurait des répercussions majeures sur l'emploi et la croissance dans toutes les économies.

Stanley Fischer a centré son intervention sur deux questions d'ordre macro-prudentiel touchant Israël : la mesure des tensions et des risques au sein du système financier et la coordination entre les organismes de réglementation macroprudentielle. Il a souligné l'importance que les banques centrales doivent aujourd'hui accorder à la mesure des risques (aussi bien financiers, bancaires et macroéconomiques que liés aux marchés, de dimension tant nationale qu'internationale) ainsi qu'à la façon de les expliquer.

Le dernier conférencier, Robert Kaplan, a discuté du rôle crucial du leadership au moment de sortir de la crise financière, d'appliquer aux banques de nouvelles exigences réglementaires et de réfléchir aux moyens de relancer l'économie. Il a fait remarquer que bien que les banques centrales aient pris la tête des efforts internationaux, cela ne suffira pas à assurer une reprise forte. Pour que les pays de l'Amérique du Nord et de l'Europe renouent avec une croissance plus élevée, il faudra que leurs dirigeants politiques fassent montre de plus de volontarisme dans l'impulsion des changements radicaux nécessaires au retour de la prospérité.

Liste des études présentées au colloque et ouvrages et articles cités

- Allen, J., H. E. Damar et D. Martinez-Miera (2012). *Consumer Bankruptcy and Information*, document de travail n° 2012-18, Banque du Canada.
- Alvarez, F., A. Atkeson et P. J. Kehoe (2007). « If Exchange Rates Are Random Walks, Then Almost Everything We Say About Monetary Policy Is Wrong », *The American Economic Review*, vol. 97, n° 2, p. 339-345.
- Anand, K., J. Chapman et P. Gai (2012). *Covered Bonds and Systemic Risk*.
- Bruno, V., et H. S. Shin (2012). *Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy*.
- Calomiris, C., F. Heider et M. Hoerova (2012). *A Theory of Bank Liquidity Requirements*.
- Caplin, A., J. H. Carr, F. Pollock, Z. Y. Tong, K. M. Tan et T. Thampy (2007). « Shared-Equity Mortgages, Housing Affordability, and Homeownership », *Housing Policy Debate*, vol. 18, n° 1, p. 209-242.
- Caplin, A., N. B. Cunningham et M. Engler (2009). « Rectifying the Tax Treatment of Shared Appreciation Mortgages », *Tax Law Review*, vol. 62, n° 4, 505-538.
- Conseil de stabilité financière (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*. Internet : http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf.
- Gorton, G. B., A. Metrick et L. Xie (2012). *The Flight from Maturity*.
- Kung, E. C. (2012). *Continuous Workout Mortgages in a Structural Model of Housing and Mortgage Markets*.
- Li, W., et Z. Gao (2012). *Real Estate Investors and the Boom and Bust of the U.S. Housing Market*. Internet : <http://ssrn.com/abstract=2024199>.
- Mian, A., K. Rao et A. Sufi (2011). *Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump*. Internet : http://faculty.chicagobooth.edu/amir.sufi/MianRaoSufi_EconomicSlump_Nov2011.pdf.
- Mian, A., et A. Sufi (2012). *What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel*, document de travail n° 17830, National Bureau of Economic Research.
- Myers, S. C., et R. G. Rajan (1998). « The Paradox of Liquidity », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 3, p. 733-771.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (2000). *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?*, document de travail n° 7777, National Bureau of Economic Research.
- Roberds, W., et S. Quinn (2012). *Responding to a Shadow Banking Crisis: The Lessons of 1763*, document de travail n° 2012-8, Banque fédérale de réserve d'Atlanta.

Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do About It*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.

——— (2009). « Policies to Deal with the Implosion in the Mortgage Market », *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, vol. 9, n° 3, 4^e article.

Vickers, J. (2012). *Some Economics of Banking Reform*, Université d'Oxford, coll. « Department of Economics Discussion Papers », n° 632.