

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.

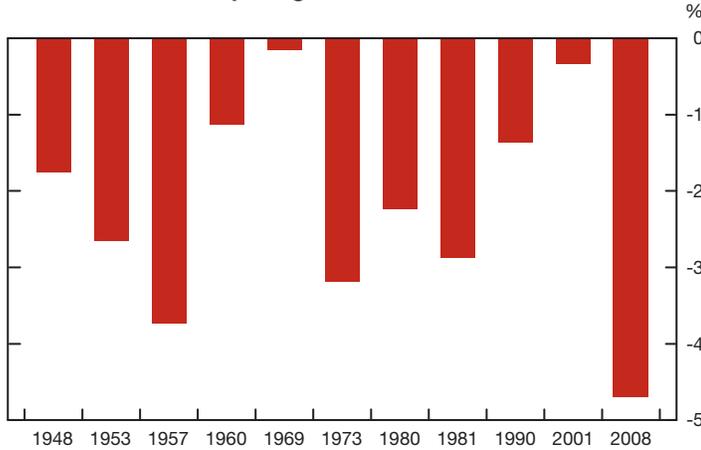
◀ *L'évolution et les caractéristiques de la reprise au sud de la frontière ont des répercussions considérables sur l'économie canadienne, qu'il importe de comprendre aux fins de la conduite de la politique monétaire.*

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.

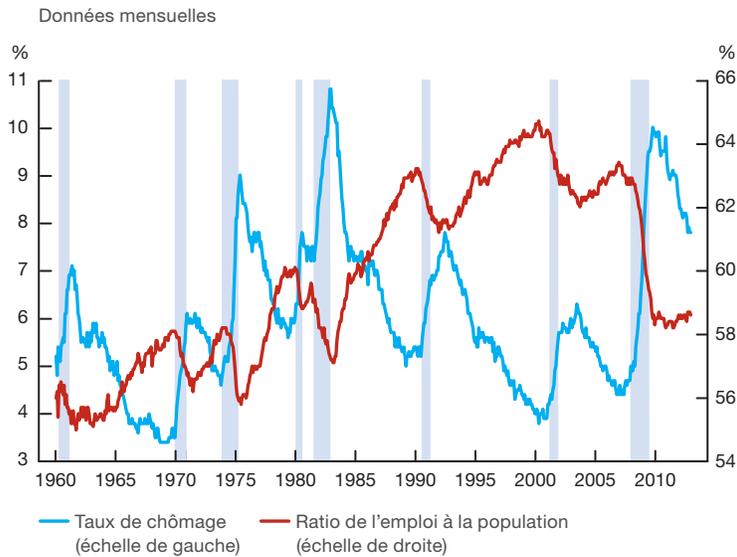
¹ Le présent article se fonde sur l'information reçue en date de fin janvier 2013.

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

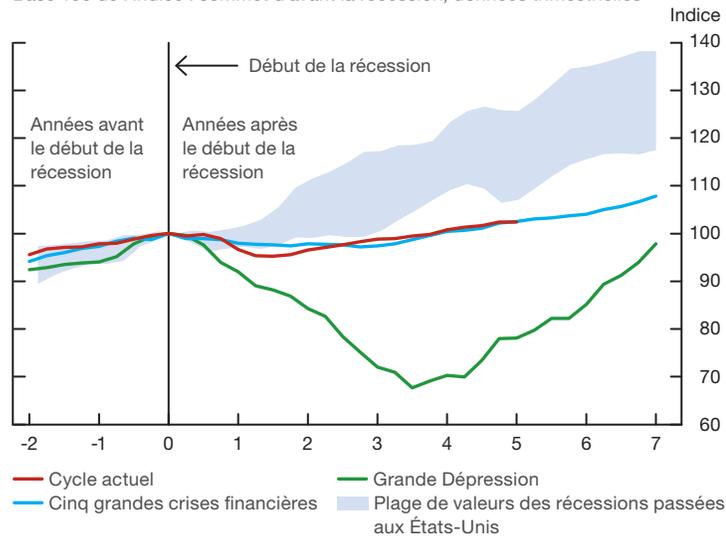
La Grande Récession s'est traduite par la perte de plus de 8,5 millions d'emplois, ce qui a propulsé le taux de chômage à 10 % (Graphique 2)³. Si l'on tient compte des chercheurs d'emploi découragés et des personnes travaillant à temps partiel pour des motifs économiques, le taux de chômage bondit à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

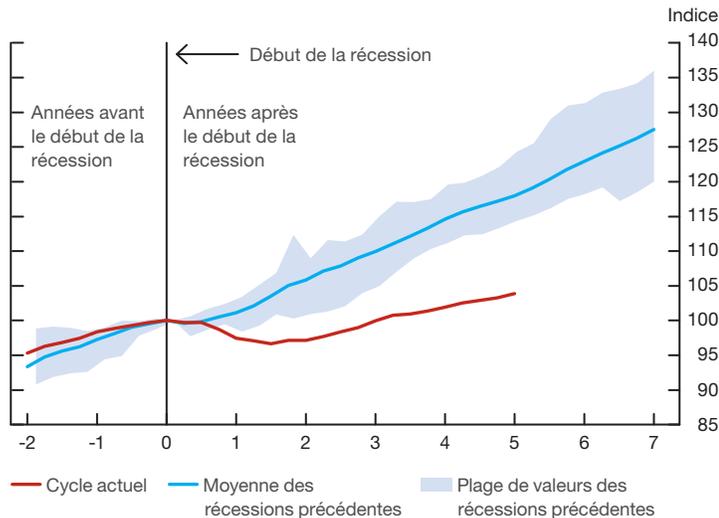
Une des principales différences entre l'épisode actuel et les reprises économiques passées aux États-Unis est le comportement des ménages. La consommation privée et l'investissement résidentiel ont progressé plus lentement au lendemain de la Grande Récession que jamais auparavant lors des redressements 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

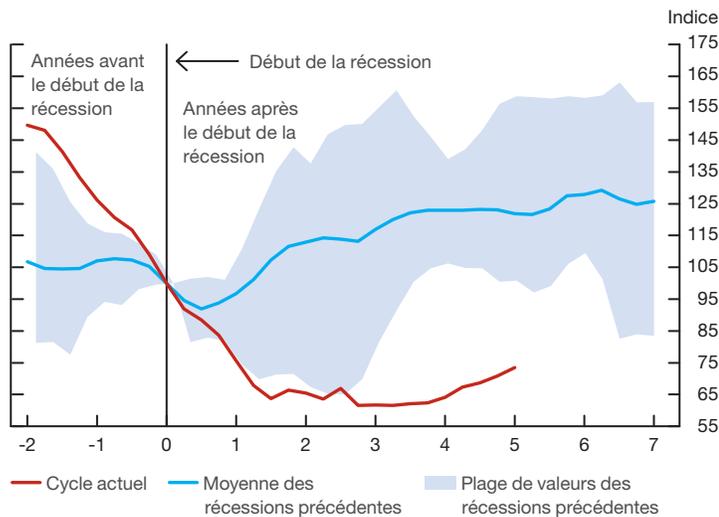


Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

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.*

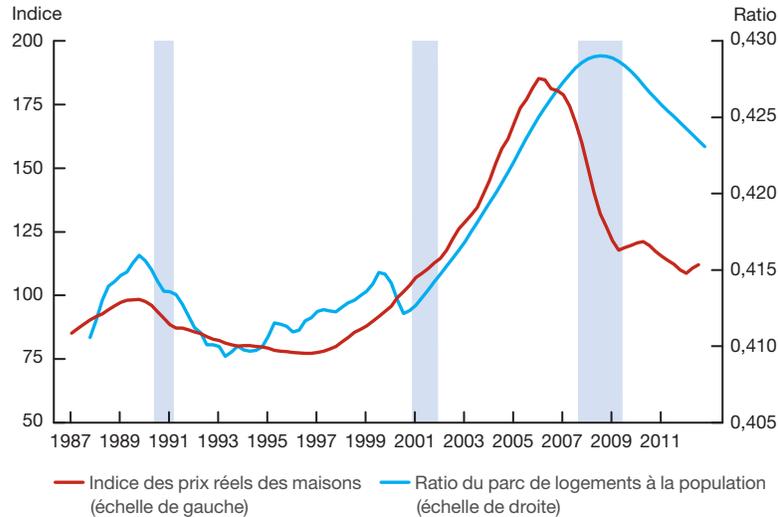
⁷ Des études démontrent qu'une détérioration persistante de la balance courante tend à accroître la probabilité d'une crise financière (Reinhart et Rogoff, 2008).

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 ».

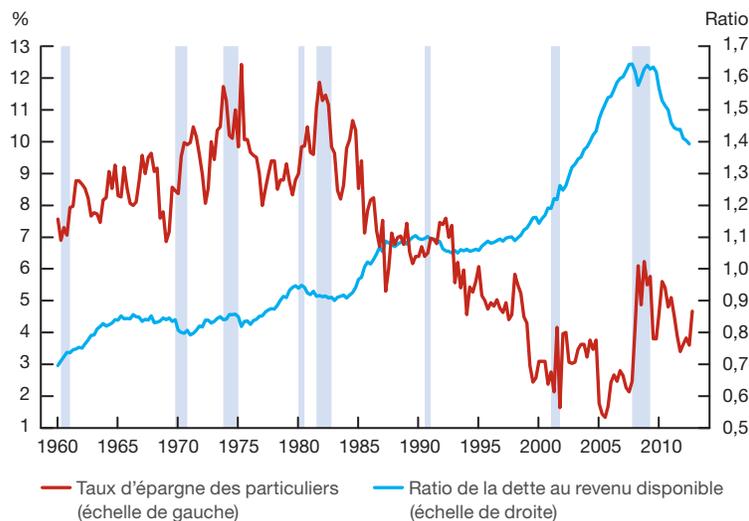
Détérioration du bilan des ménages

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



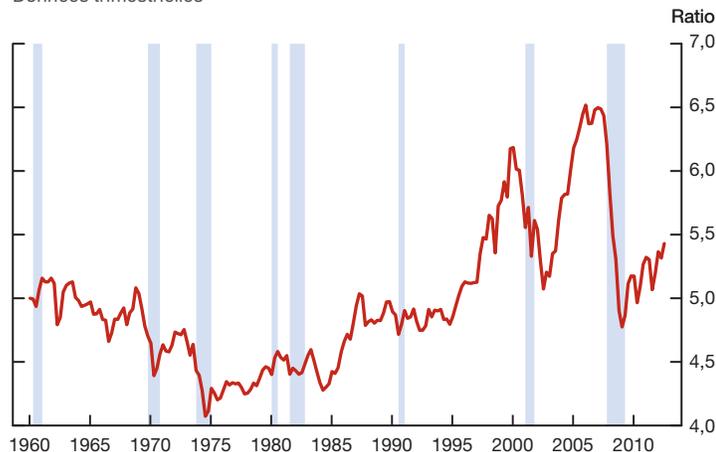
Nota : Les zones ombrées indiquent les périodes de récession. Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans le calcul du ratio de la dette au revenu disponible aux États-Unis.

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).

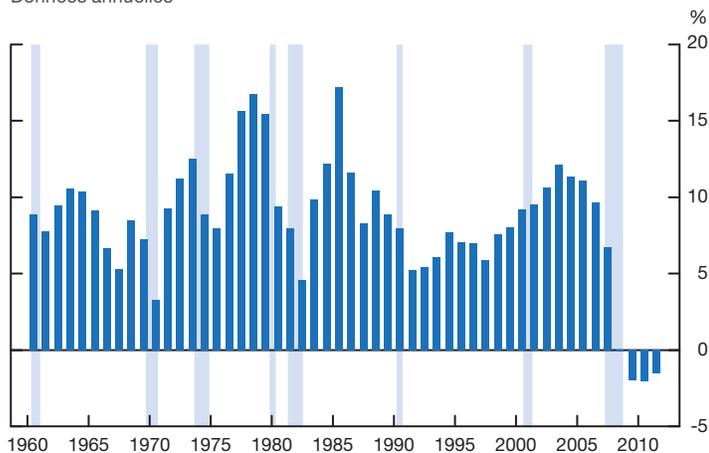
Un déclin inégalé du niveau de la dette nominale des ménages est observé depuis 2009 aux États-Unis (Graphique 9), conséquence aussi bien du remboursement des dettes que des défauts de paiement, surtout sur les prêts hypothécaires¹¹. Il est difficile de déterminer ce qui constitue un niveau optimal de 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.

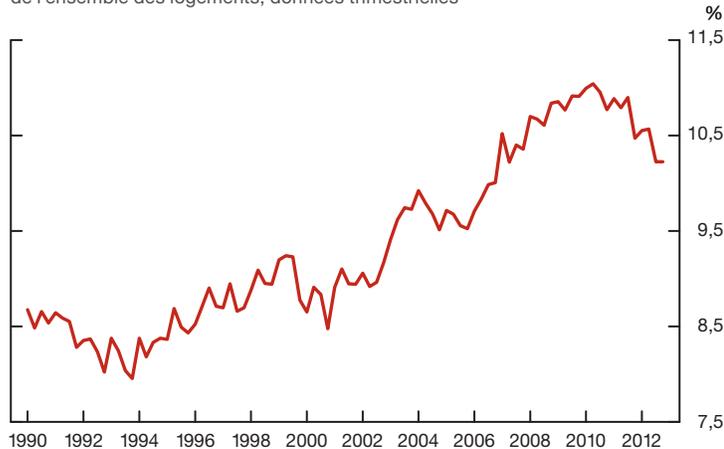
Cette fois-ci, la dynamique à l'œuvre diffère de celle observée aux États-Unis lors des reprises antérieures. Parce que c'est le marché immobilier résidentiel qui est à l'origine du choc négatif initial, et non une politique monétaire restrictive, la croissance du PIB reste bridée par l'atonie persistante 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.

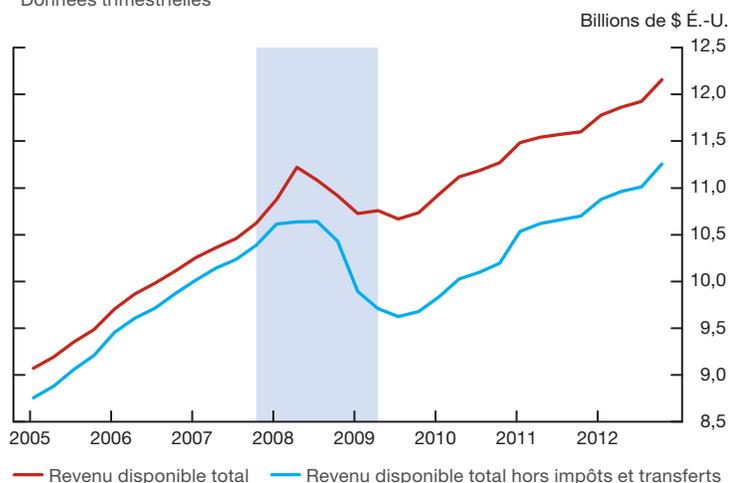
La dette fédérale américaine se trouve actuellement sur une trajectoire insoutenable rendant indispensables des ajustements en profondeur des dépenses et des recettes publiques, et la réduction du levier d'endettement de l'État affaiblira la croissance durant les années à venir.

◀ 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

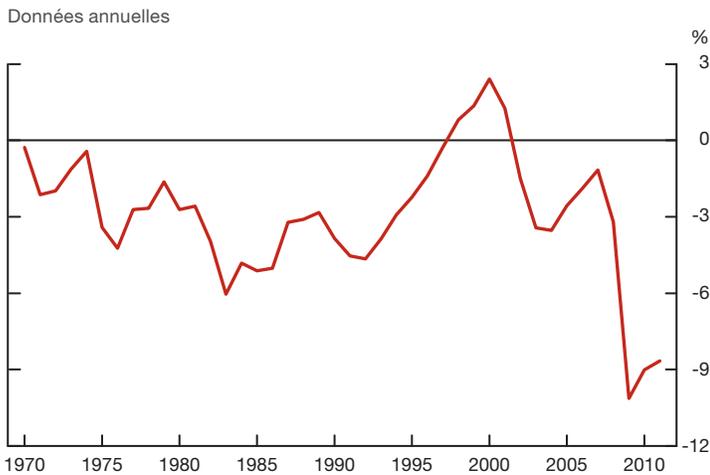
Données trimestrielles



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.