

Shut down : l'Amérique sur la sellette

par Christine Riffart

Un Etat qui demande à plus d'un tiers de ses fonctionnaires de rester chez eux parce qu'il ne peut plus les payer est dans une situation critique. Quand il s'agit des Etats-Unis, c'est le monde entier qui s'inquiète.

L'absence d'un accord sur le budget 2014, dont l'exercice légal a débuté mardi 1^{er} octobre 2013, illustre le bras de fer au Congrès entre démocrates et républicains. Ces tensions budgétaires ne sont pas nouvelles : aucun budget n'a été voté depuis 2011 et l'administration fédérale a fonctionné jusqu'alors à coup de *continuing resolutions* qui permettent de débloquer, de façon provisoire, les financements nécessaires à son fonctionnement et à ses opérations. Aujourd'hui, le blocage est d'une autre ampleur et une partie de l'administration doit fermer ses portes, faute de financement. Cette situation exceptionnelle n'est pas inédite : 17 *shut downs* ont eu lieu depuis 1976, les deux derniers sous l'administration Clinton avaient duré respectivement une semaine (du 13 au 18 novembre 1995) et trois semaines (du 15 décembre 1995 au 6 janvier 1996).

Selon l'Office of Management and Budget, sur les 2,1 millions de salariés du gouvernement fédéral, plus de 800 000 sont interdits de service pendant que d'autres doivent venir travailler, sans garantie d'être payés. Par exemple, sont concernés par l'interdiction de travailler 97 % des salariés de la NASA, 93 % de l'agence de protection de l'environnement, 87 % du Ministère du Commerce, 90 % des services des impôts... Chacun d'eux a pu recevoir [une lettre du Président](#) disant son amertume. Concrètement, cela signifie aussi qu'une partie des services sociaux n'est plus assurée, les plateformes

téléphoniques des administrations sont fermées, les monuments et les 368 parcs nationaux ne sont plus ouverts au public, les nouvelles demandes de prêts subventionnés, d'aides au logement, de garanties de prêts ne sont plus examinées, les services du gouvernement sont fermés :



U.S. Department of Commerce
Bureau of Economic Analysis

Due to the lapse in government funding,
www.bea.gov will be unavailable until further
notice. This includes access to all data and the e-
File system.

We sincerely regret this inconvenience.

Additional information can be found at [link to PDF.](#)

Updates regarding government operating status and resumption of normal operations
can be found at www.usa.gov.

Sont épargnés néanmoins les services vitaux et les programmes dont le financement n'est pas lié au vote du budget annuel (*mandatory spending*) qui comptent pour plus de 60 % des dépenses hors charges d'intérêt et représentent 12,7 % du PIB. Certains programmes de sécurité sociale (Medicare, Medicaid), le service postal, la sécurité nationale, les opérations militaires sont ainsi protégés du *shut down*, dans la limite néanmoins où ceux-ci ne sont pas affectés par les restrictions de leur personnel dont les salaires sont pris sur le budget 2014.

Une autre crise politico-budgétaire se profile : le gouvernement pourrait être mis en défaut de paiement à partir du 17 octobre si le plafond de la dette autorisé n'est pas

relevé. Cette situation d'attentisme attise la nervosité des marchés financiers et la dureté du climat politique au sein du Congrès ne laisse pas présager d'une fin honorable dans ce que les médias qualifient de *chicken game*[\[1\]](#). En 1995, pourtant, Clinton était sorti vainqueur de cette crise contre les républicains et avait été réélu en 1996, malgré la majorité des républicains au Congrès.

En attendant la sortie de crise, l'économie pourrait être durement touchée. En cas de non-paiement des salaires et traitements des fonctionnaires fédéraux, le manque à gagner serait en moyenne de plus de 1 500 dollars par semaine pour chaque famille concernée. Pour l'ensemble des 2,1 millions de fonctionnaires fédéraux, cela représente 0,08 % du PIB trimestriel. Sur trois semaines, cela fait 0,25 % du PIB de revenus en moins dans l'économie au quatrième trimestre. Le Congrès pourrait cependant voter le paiement rétroactif des salaires. C'est ce qui a été généralement exécuté lors des précédents *shut downs*.

Mais surtout, cela est sans compter la désorganisation de l'économie. En considérant sur une base annuelle que la moitié des dépenses discrétionnaires du gouvernement fédéral (soit 37 % des dépenses fédérales ou 7,6 % du PIB)[\[2\]](#) est affectée par le blocage car financée sur le budget 2014, ce manque à dépenser représente 0,15 point de PIB par semaine. Compte tenu de la désorganisation impliquée par la fermeture des administrations (on applique un multiplicateur budgétaire de 1,5), l'effet sur la croissance pourrait alors avoisiner au moins 0,22 point de PIB par semaine. Si la crise dure 3 semaines, l'impact sur le PIB du quatrième trimestre serait d'au moins 0,7 point de PIB. De quoi faire passer l'économe américaine en récession à la fin de l'année !

D'autres estimations existent. L'Office of Management and Budget avait évalué le [coût des shut downs de 1995](#) (du 13 au 18 novembre 1995 puis du 15 décembre au 6 janvier 1996) à 1,4 milliard de dollars d'alors (soit 0,5 % du PIB trimestriel).

Sur la base des *shut downs* de 1995, [Goldman Sachs](#) évalue à 8 milliards de dollars le coût hebdomadaire pour l'économie américaine, soit un impact de 0,2 % sur le PIB du quatrième trimestre. L'agence Moody's Analytic Inc. estime un impact de 0,35 % point de PIB trimestriel par semaine de *shut down*.

Si la crise budgétaire ne dure que quelques jours, les répercussions sur l'économie française seront minimales : on évalue à 0,17 % la baisse de la croissance française si la croissance américaine se réduit d'1 %. Mais si le blocage dure plusieurs semaines et se superpose à la crise sur le plafond de la dette publique dont la date butoir est proche, les conséquences pourraient alors être tout autres. Les deux crises (blocage budgétaire et défaut de paiement de la dette publique) se combineraient et s'alimenteraient l'une l'autre, comme le souligne ce [post du New York Times](#). On imagine à peine la panique sur les marchés financiers, la hausse des taux d'intérêt qui en résulterait et la dégringolade du dollar. Ce serait alors une toute autre histoire...

[\[1\]](#) Dans la théorie des jeux, le *chicken game* (ou jeu de la poule mouillée) est un jeu d'influence entre deux joueurs dans lequel aucun ne doit céder. Ainsi, dans le cas d'une course automobile frontale, la poule mouillée est le conducteur qui sort de sa trajectoire pour éviter la mort due à la collision des deux voitures.

[\[2\]](#) Une grande partie des dépenses du Ministère de la Défense sont votées sur une base pluri-annuelle et ne sont pas soumises à restriction du fait de ce blocage. Or, les dépenses du Ministère de la Défense comptent pour plus de la moitié de ces dépenses discrétionnaires. Par ailleurs, les autres dépenses (*mandatory outlays*) ne sont pas financées sur des crédits soumis au vote du Budget.

Encadrement des loyers : l'ALUR suffit-elle ?

par Sabine Le Bayon, Pierre Madec et Christine Rifflart

Le 10 septembre 2013, a débuté au Parlement la discussion du [projet de loi "Accès au Logement et un Urbanisme Rénové" \(ALUR\)](#). Cette loi va se traduire par un interventionnisme plus prononcé sur le marché du logement locatif privé et vient compléter le décret, entré en vigueur à l'été 2012, sur l'encadrement des loyers en zones tendues et qui avait marqué une première étape dans la volonté du gouvernement d'enrayer la hausse des dépenses de logement des locataires[1].

La volonté du gouvernement d'encadrer les dérives du marché locatif privé devrait avoir rapidement un impact pour les ménages qui s'installent dans un nouveau logement. Pour les locataires en place, le processus devrait être plus long. Au final, dans une agglomération comme Paris, on peut s'attendre, si les loyers les plus élevés diminuent au niveau du plafond défini par la loi, à une baisse de 4 à 6% du loyer moyen. Si, par un effet d'entraînement, cela se répercute ensuite sur l'ensemble des loyers, l'impact désinflationniste sera plus fort. En revanche, le risque d'une dérive haussière sur les plus bas loyers n'est pas à écarter, même si le gouvernement s'en défend. Enfin, l'impact de la loi dépendra en grande partie du zonage défini par les observatoires des loyers dont la mise en place est en cours.

Le décret d'encadrement : un effet visible ... mais minime

Le dernier [rapport annuel](#) de l'Observatoire des loyers de l'agglomération parisienne (OLAP)[2] nous donne un premier éclairage de l'impact du décret sur l'encadrement des loyers.

Pour rappel, le décret contraint les loyers à la relocation à augmenter au maximum au rythme de l'indice légal de référence (IRL), sauf si des travaux importants ont été réalisés (dans ce cas, la hausse est libre). Ainsi, entre le 1^{er} janvier 2012 et le 1^{er} janvier 2013, 51 % des logements parisiens proposés à la relocation ont vu leur loyer augmenter plus vite que l'IRL, et ce sans réalisation de travaux importants. Cette part a été moins élevée qu'en 2011 (58,3 %) et 2010 (59,4 %), mais elle demeure à un niveau proche de ceux observés entre 2005 et 2009 (50%), avant l'existence du décret.

L'impact semble un peu plus concluant à partir des données mensuelles. Ainsi, sur la période d'application du décret d'août à décembre 2012, la part des loyers proposés à la relocation et ayant augmenté plus vite que l'IRL a baissé de 25 % en moyenne sur un an, contre seulement 8 % sur les mois de janvier à juillet 2012, comparés à la même période de 2011.

Un « effet décret » a donc bien eu lieu. Celui-ci aurait permis de faire baisser la part des hausses de loyers à la relocation supérieures à l'IRL d'environ 18%. Pour autant, si l'on considère, qu'en cas de respect total du décret, aucune hausse supérieure à l'IRL n'aurait dû persister, l'impact reste insuffisant. Plusieurs facteurs déjà identifiés dans un [document de travail](#), peuvent expliquer cela : loyers de référence inexistants, manque d'information tant du propriétaire que du locataire, insuffisance des possibilités de recours, etc. Un an après, il s'avère que ces manquements ont joué négativement sur l'application de la mesure.

Une loi à l'envergure plus large

La grande nouveauté du projet de loi ALUR porte sur l'encadrement des *niveaux* de loyers dans les zones tendues alors que les précédents décrets ne portaient que sur leur évolution. Désormais, une fourchette de niveaux de loyers autorisés sera fixée par la loi et le décret viendra encadrer

les évolutions maximales autorisées [\[3\]](#). Pour cela, le gouvernement fixe chaque année par arrêté préfectoral un loyer médian de référence au m², par secteur géographique (quartier, arrondissement, ...) et par type de logement (1 pièce, 2 pièces,...). Ainsi,

- – pour les nouvelles locations ou les relocations, le loyer ne pourra excéder le loyer médian de référence majoré au plus de 20%, sauf à justifier d'un complément de loyer exceptionnel (prestations particulières,...). Ensuite, l'augmentation ne pourra excéder l'IRL conformément au décret d'encadrement dans les zones tendues (sauf travaux) ;
- – lors du renouvellement de bail, le loyer pourra être réajusté à la hausse ou à la baisse en fonction du loyer médian de référence majoré ou minoré [\[4\]](#). Ainsi, un locataire (respectivement un bailleur) pourra engager un recours en diminution (resp. en augmentation) de loyer si ce dernier est supérieur (resp. inférieur) au loyer médian majoré (resp. minoré). En cas de hausse de loyer, un mécanisme d'étalement de cette hausse dans le temps est prévu. S'il y a un désaccord entre locataires et bailleurs, un règlement à l'amiable pourra être engagé, préalablement à la saisine d'un juge dans des délais strictement déterminés. A l'intérieur de la fourchette, la hausse est limitée à l'IRL ;
- – en cours de bail, la révision annuelle du loyer se fait comme actuellement sur la base de l'IRL ;
- – les locations meublées seront désormais concernées par l'encadrement : le préfet fixera un loyer de référence majoré et la révision sera limitée à l'IRL.

L'introduction de ces loyers médians de référence présente trois avancées majeures. D'une part, ils seront calculés à partir des informations recueillies par les observatoires des loyers sur l'ensemble du stock du parc locatif, et non à partir des seuls logements vacants et disponibles à la

location, c'est-à-dire des loyers dits « de marché ». Or, ces loyers de marché sont supérieurs de près de 10 % à la moyenne de l'ensemble des loyers, elle-même supérieure à la médiane des loyers. Ce mode de calcul entraînera donc inéluctablement une baisse des loyers (de marché et moyens).

De même, le choix opéré de la médiane et non de la moyenne comme loyer de référence va dans le sens d'une plus grande stabilité de la mesure. Dans l'hypothèse où l'ensemble des loyers supérieurs de 20% à la médiane (donc au loyer de référence majoré) vient à baisser et où les autres loyers restent inchangés, la médiane reste identique. Dans le cas d'un ajustement de l'ensemble des loyers, la médiane viendrait à baisser mais dans des proportions moindres que la moyenne, par définition plus sensible à l'évolution des valeurs extrêmes.

Enfin, l'obligation d'inscrire dans le bail les loyers médian et médian majoré de référence, le dernier loyer pratiqué et si nécessaire, le montant et la nature des travaux effectués depuis la signature du dernier contrat, accroît la transparence et établit un cadre réglementaire plus strict qui devrait entraîner un plus grand respect de la mesure.

Quelles évolutions sont à attendre ?

En 2012, sur les 390 000 logements mis en location à Paris, 94 000 ont un loyer supérieur au loyer médian majoré (3,7 euros/m² de plus en moyenne) et 32 000 ont un loyer inférieur de plus de 30% au loyer médian de référence (2,4 euros/m² de moins en moyenne). En considérant que seuls les loyers supérieurs au loyer médian majoré seront corrigés, la baisse du loyer moyen pourrait être de 4% à 6% selon les zones et le type de logement. Cette diminution, bien que non négligeable, permettrait au mieux de revenir aux niveaux de loyers observés en 2010, avant la forte inflation des années 2011 et 2012 (+7,5% entre 2010 et 2012). Cet ajustement des loyers pourrait néanmoins prendre du temps. Propriétaires et locataires

pourront facilement faire valoir leurs droits au moment d'une relocation[\[5\]](#) , mais les réévaluations lors du renouvellement de bail pourraient être plus lentes à mettre en place. Malgré un accès à l'information et un cadre réglementaire plus favorables au locataire, le risque d'un conflit avec le propriétaire et la concurrence exacerbée sur le marché locatif dans les zones où s'applique la loi, peuvent encore dissuader certains locataires de faire valoir leurs droits.

La question est beaucoup plus complexe pour les 32 000 logements dont les loyers sont inférieurs au loyer de référence minoré. Si la qualité de certains logements peut justifier cet écart (insalubrité, localisation,...), on sait également que la sédentarité des locataires est le principal facteur explicatif de la faiblesse de certains loyers. Ainsi, selon l'OLAP, à Paris, un logement occupé depuis plus de 10 ans par le même locataire a en moyenne un loyer inférieur de 20 % au loyer moyen de l'ensemble des locations. Dès lors, la question de la réévaluation de ces loyers se pose. En effet, la loi permet au propriétaire, en contradiction d'ailleurs avec le décret[\[6\]](#), de réévaluer, lors d'une relocation ou d'un renouvellement de bail, à hauteur du loyer médian minoré. Une fois ce dernier atteint, l'évolution ne pourra excéder l'IRL. A terme, certains logements aux caractéristiques équivalentes seront donc sur le marché à des loyers très disparates, pénalisant ainsi les bailleurs de locataires sédentaires. A *contrario*, les locataires présents depuis longtemps dans leur logement ont le risque de voir leur loyer fortement réévalué (supérieur à 10%). Les taux d'effort[\[7\]](#) de ces ménages risquent alors d'augmenter, poussant ainsi ceux à la contrainte budgétaire trop forte à émigrer vers des zones moins tendues.

Néanmoins, la possibilité de réajuster le loyer au niveau du loyer de marché, dans le cas d'une sous-évaluation manifeste, existe déjà dans le cadre de la loi actuelle du 6 juillet 1989 (article 17c) au moment du renouvellement de bail. En 2012, à

Paris, 3,2 % des propriétaires ont eu recours à cet article. Avec la nouvelle loi, si les réajustements devraient être plus nombreux, l'impact inflationniste devrait être plus faible puisque la référence (le loyer médian minoré) est largement inférieure au loyer de marché.

Dès lors, la question du zonage est centrale. Plus le découpage sera fin, plus les loyers de référence correspondront aux caractéristiques réelles du marché local. Dans l'hypothèse d'un large découpage du territoire, les loyers médians de référence risquent d'être trop élevés pour les quartiers les moins chers et trop bas pour les quartiers les plus chers. Parallèlement, les faibles loyers seraient peu revalorisés dans les quartiers chers et plus franchement dans les quartiers qui le sont moins. Cela pourrait entraîner alors un rapprochement des loyers « inter quartiers » – indépendamment des caractéristiques locales – et non « intra quartiers ». Conséquences néfastes tant pour le propriétaire bailleur que pour le locataire.

La loi en discussion actuellement pourrait avoir d'autant plus d'impact sur les loyers que les prix immobiliers ont entamé une baisse en France en 2012 et que la conjoncture actuelle morose freine déjà les hausses de loyer. Mais, faut-il encore le rappeler, seule la construction de logements dans les zones tendues (y compris *via* une densification[\[8\]](#)) résoudra les problèmes structurels de ce marché. Les mesures d'encadrement des loyers ne sont qu'un moyen temporaire de limiter la hausse des taux d'effort mais elles ne sont pas à elles seules suffisantes.

[\[1\]](#) Pour plus de détails, voir le post "[L'encadrement des loyers : quels effets en attendre?](#)".

[\[2\]](#) Le territoire couvert par ce rapport est composé de Paris,

la petite couronne et la grande couronne parisienne.

[3] Le décret d'encadrement des loyers n'ayant pas le même champ d'action que la loi (38 agglomérations contre 28), certains territoires ne seront soumis qu'à l'encadrement des évolutions et non des niveaux.

[4] Si le projet de loi restait flou sur le calcul du loyer de référence minoré, un amendement adopté en juillet par la Commission de l'Assemblée propose que le loyer médian minoré soit inférieur d'au moins 30 % au loyer médian de référence. Un autre amendement précise qu'en cas de réajustement à la hausse, le nouveau loyer ne pourra excéder ce loyer médian minoré.

[5] En 2012, seul 18% des logements du parc locatif privé ont été l'objet d'une relocation.

[6] Lors du renouvellement de bail et de la relocation, le décret d'encadrement permet au propriétaire de réévaluer son loyer de la moitié de l'écart qui le sépare du loyer de marché.

[7] Il s'agit de la part du revenu du ménage consacré au logement.

[8] Sur ce sujet, voir l'article de [Xavier Timbeau, "Comment construire \(au moins\) un million de logements en région parisienne", Revue de l'OFCE n°128.](#)

Quand la jeunesse brésilienne

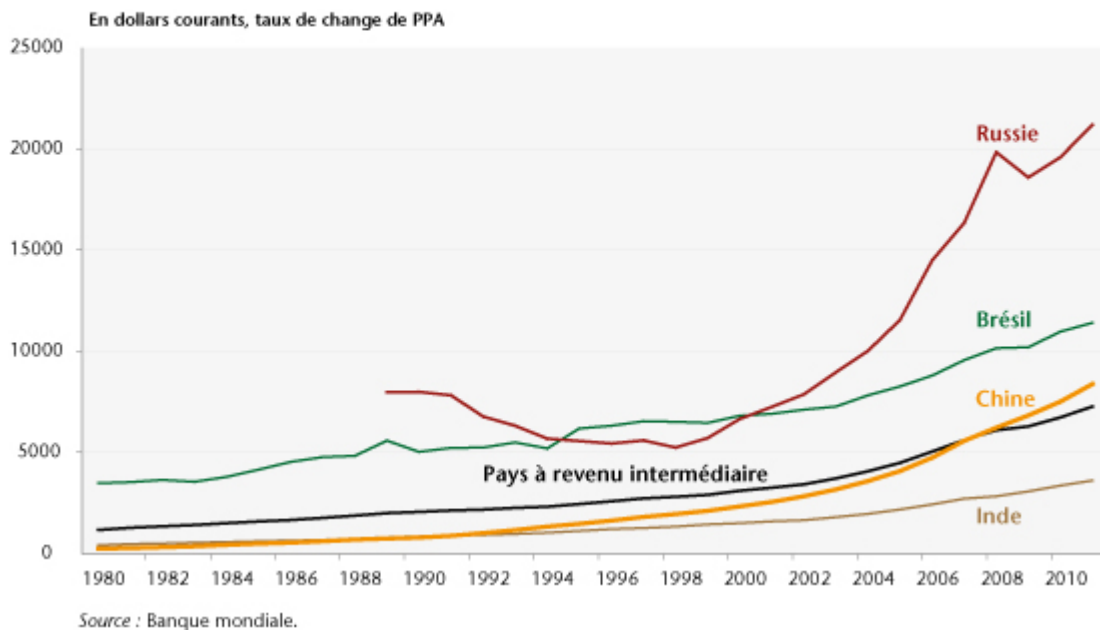
rêve d'autre chose que de foot...

par Christine Rifflart

La hausse du prix des transports publics n'a pas été appliquée plus de deux semaines mais elle a allumé le feu de la révolte et amorcé un nouveau virage dans ce qu'il est convenu d'appeler le « modèle de développement brésilien ». Aspirant à des services publics de qualité (éducation, santé, transports, ...), la nouvelle classe moyenne qui s'est formée au cours de la dernière décennie revendique ses droits et rappelle au gouvernement que les sommes englouties pour l'accueil des grands événements sportifs (Coupe du Monde de 2014, Jeux Olympiques de 2016) ne doivent pas être dépensées au détriment des autres priorités, surtout quand la croissance n'est plus au rendez-vous et que la contrainte budgétaire appelle à réaliser des économies.

Depuis 10 ans, la croissance brésilienne s'est accélérée : elle est passée de 2,5 % en moyenne par an dans les décennies 1980 et 1990 à presque 4 % entre 2001 et 2011. Mais surtout, elle a, pour la première fois, bénéficié à une population traditionnellement exclue de ses bienfaits. Jusqu'alors, la faible progression du revenu par tête allait de pair avec le renforcement des inégalités (supérieur à 0,6 sur la période, le [Coefficient de Gini](#) est l'un des plus élevés au monde) et la hausse du taux de pauvreté – qui a dépassé 40 % pendant les années 1980. Avec la fin de l'hyperinflation vaincue par le « Plan Real » de 1994, la croissance a repris mais est restée fragile du fait de la succession de chocs externes qui sont venus frapper le pays (conséquences de la crise asiatique de 1997 et de la crise argentine de 2001).

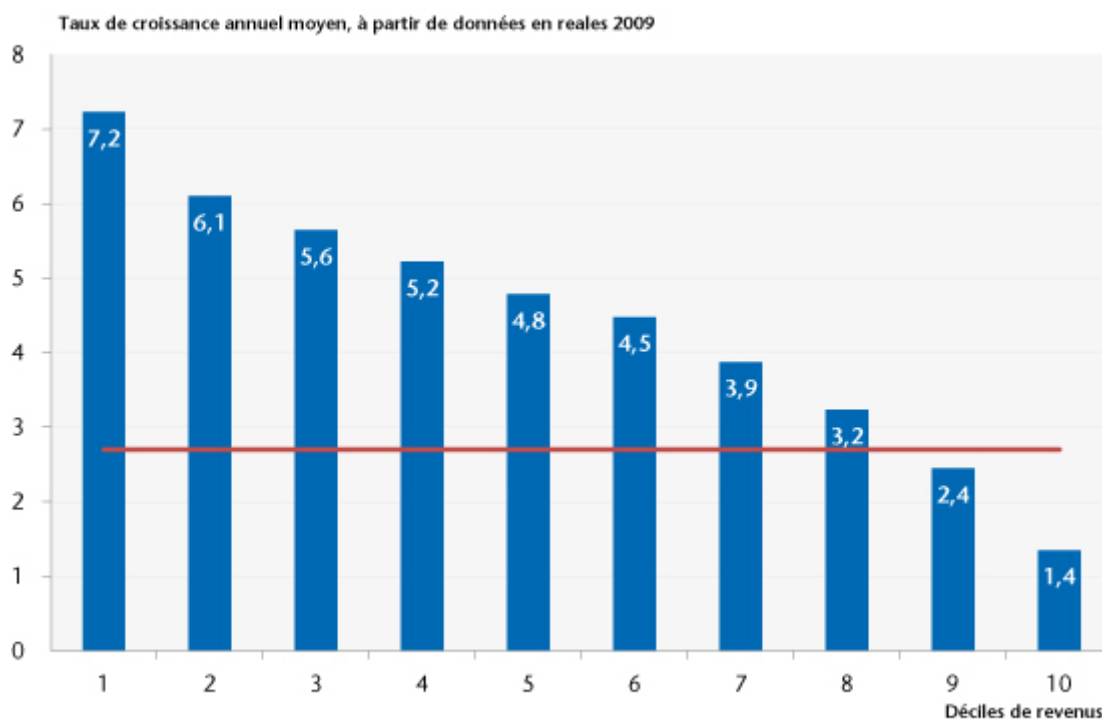
Évolution du revenu par habitant des BRIC et des pays à revenu intermédiaire selon la Banque mondiale



L'arrivée de Lula à la présidence le 1^{er} janvier 2003 a marqué un véritable tournant dans cette dynamique de croissance (graphique 1). Poursuivant à la fois l'orthodoxie libérale en matière de gestion macro-économique et de stabilisation financière de son prédécesseur F. H. Cardoso (à la différence de l'Argentine par exemple), le nouveau gouvernement a mis à profit la reprise de la croissance pour mieux répartir les richesses du pays et tenter d'éradiquer la pauvreté. Selon les enquêtes réalisées auprès des ménages, le revenu réel par ménage a progressé en monnaie nationale de 2,7 % par an entre 2001 et 2009 et le taux de pauvreté a reculé de près de 15 points, pour atteindre 21,4 % de la population en fin de période. De plus, le revenu réel des huit premiers déciles, en particulier celui des 20 % de la population la plus pauvre, a augmenté beaucoup plus vite que le revenu moyen (graphique 2). Au final, 29 millions de Brésiliens ont rejoint les rangs de la nouvelle classe moyenne qui compte désormais 94,9 millions d'individus (soit 50,5 % de la population) tandis que la classe à revenu supérieur a accueilli 6,6 millions de Brésiliens supplémentaires (et représente désormais 10,6 % de la population). A l'inverse, la population pauvre a baissé de 23 millions, et représente 73,2 millions d'individus en 2009.

En termes de revenu, cette nouvelle classe moyenne accapare désormais 46,2 % des revenus distribués, soit plus que la catégorie la plus riche qui a vu sa part diminuer à 44,1 %[\[1\]](#).

Progression sur la période 2001-2009 des revenus réels des ménages brésiliens par décile



Note : la ligne rouge est la progression du revenu réel moyen par tête: elle est de 2,7 % sur la période.
Source : IPEA.

Cette nouvelle configuration de la société brésilienne modifie les modes de consommation et les aspirations, notamment en termes d'éducation, d'accès aux soins, d'infrastructures, ... Mais si la consommation des ménages s'est accélérée depuis 10 ans (notamment en biens durables) et a stimulé l'investissement privé, ce vent de démocratisation pose un sérieux défi pour le gouvernement. Car si la hausse du tarif des transports publics a pu être rapidement annulée, l'offre de nouvelles infrastructures et l'amélioration de la qualité des services publics dans un pays grand comme 15 fois la France ne se fait pas en un jour. En 2012, sur 144 pays enquêtés, le [World Economic Forum \(pp 116-117\)](#) situait le Brésil à la 107^e place pour la qualité de ses infrastructures et à la 116^e place pour la qualité de son système éducatif. Les

autorités doivent donc adroitement rebondir sur cette demande légitime de la population, notamment de la jeunesse[\[2\]](#).

Le pays dispose d'atouts importants pour y faire face et stimuler les investissements : un cadre politique et macroéconomique stable, des finances publiques saines, un endettement extérieur inférieur à 15 % du PIB, des réserves de changes abondantes, la confiance des marchés financiers ainsi que des investisseurs directs étrangers, et bien sûr des richesses naturelles variées et abondantes, tant agricoles (soja, café, ...) que minières (minerais de fer, houille, zinc, bauxite, ...) et énergétiques (hydroélectricité, pétrole).

Mais les difficultés à relever restent nombreuses. Actuellement, la croissance fait défaut alors même qu'elle bute sur les capacités de production. En 2012, elle n'a été que de 0,9 % (insuffisante pour accroître le revenu par tête) et, même si l'investissement repart, les prévisions pour 2013 sont régulièrement révisées à la baisse, autour de 3 %. Simultanément, l'inflation accélère, alimentée par de fortes tensions sur le marché du travail (à 5,5 %, le taux de chômage est très bas) et une productivité qui stagne depuis 2008. À 6,5 % en mai, l'inflation est sur le haut de la fourchette autorisée par les autorités monétaires. Pour respecter sa cible de 4,5 %, plus ou moins 2 points de moins, la banque centrale a remonté en avril dernier son taux directeur de 7,25 % à 8 %. La politique monétaire reste malgré tout très accommodante – l'écart du taux directeur avec le taux d'inflation n'a jamais été aussi bas – et la modération de la croissance devrait avoir raison des tensions inflationnistes. Par ailleurs, ce relatif soutien de la politique monétaire à l'économie est contrebalancé par une politique de consolidation budgétaire qui se poursuit. Après un excédent primaire de 2,4 % du PIB en 2012, l'objectif est de le maintenir à 2,3 % cette année. La dette nette du secteur public continue de baisser. De 60 % il y a dix ans, elle est passée à 43 % en 2008 et atteignait 35 % en avril dernier.

Cette quasi-stagnation de la croissance tient notamment à un grave problème de compétitivité qui ampute le potentiel de croissance du pays. Dans un contexte de conjoncture internationale morose, la hausse des coûts de production et une monnaie qui apparaît surévaluée se traduisent par une chute des performances à l'exportation, une frilosité de l'investissement et un recours accru aux importations. Le solde courant s'est dégradé de 1 point de PIB en un an pour atteindre 3 % en avril dernier.

Pour résorber ce problème d'offre, la banque centrale du Brésil intervient de plus en plus pour contrer les effets néfastes des entrées de capitaux – attirés par les taux d'intérêt élevés – sur le taux de change tandis que le gouvernement cherche à doper l'investissement. Inférieur à 20 % du PIB depuis plus de 20 ans et plutôt proche de 15 % entre 1996 et 2006, celui-ci est structurellement insuffisant pour entraîner l'économie sur une trajectoire de croissance vertueuse. Pour mémoire, le taux d'investissement a été au cours des 5 dernières années de 44 % en Chine, de 38 % en Inde et de 24 % en Russie. Pour amener le taux d'investissement autour d'une cible de 23-25 %, le gouvernement a mis en place en 2007 un Programme d'accélération de la croissance (PAC) basé sur la réalisation de grandes infrastructures. En 4 ans, les investissements publics sont passés de 1,6 % du PIB à 3,3 %. En 2011 a été lancée la deuxième phase du PAC qui prévoit d'y consacrer un budget d'1 % du PIB par an pendant 4 ans. A cela s'ajoutent d'autres programmes d'investissement dont les retombées, décevantes en 2012, devraient néanmoins aider à résoudre une partie des problèmes. Mais les efforts restent insuffisants. Selon une étude de Morgan Stanley de 2010 [\[31\]](#), le Brésil aurait besoin d'investir dans les infrastructures 6 à 8 % du PIB chaque année pendant 20 ans pour rattraper le niveau des infrastructures de la Corée du Sud, et 4 % pour rattraper celui du Chili, référence en la matière en Amérique du Sud !

En améliorant l'offre productive et en stimulant la demande

par la hausse de l'investissement public, l'objectif des autorités est donc bien de rattraper une partie du retard accumulé par le passé. Mais est-il possible de mener à bien des projets d'investissements de grande ampleur tout en poursuivant une politique de désendettement quand la dette publique nette est proche de 35 % du PIB ? Les autorités doivent accélérer le jeu des réformes pour mobiliser les investisseurs privés, notamment en favorisant le développement d'une épargne nationale de long terme (réforme des retraites, ...) et, ce qui va de pair, en stimulant l'intermédiation financière. Le volume de crédits accordés par le secteur financier au secteur non financier ne représentait que 54,7 % du PIB en mai dernier. Un peu moins de la moitié sont des crédits fléchés (crédit rural, Banque nationale de développement, ...) et à des taux d'intérêt largement subventionnés (0,5 % en terme réel contre 12 % pour les crédits non aidés aux entreprises, et 0,2 % contre 27,7 % respectivement pour les particuliers). Mais l'Etat doit également réformer une administration publique lourde et corrompue.

Le Brésil est un pays émergent depuis plus de quatre décennies. Avec un revenu de 11 500 dollars PPA par habitant, il est temps que ce grand pays passe à l'âge adulte en proposant les standards de qualité des services publics des pays développés et en recentrant son nouveau modèle de développement sur cette nouvelle classe moyenne dont les besoins restent à couvrir.

[1] Voir [The Agenda of the New Middle Class | Portal FGV](#) sur le site de la Fondation Gétulio Vargas.

[2] <http://www.oecd.org/eco/outlook/48930900.pdf>

[3] Voir l'étude de Morgan Stanley [Paving the way](#), 2010.

Ville et logement : les nouveaux défis

par Sabine Le Bayon, [Sandrine Levasseur](#) et Christine Rifflart

Le marché de l'immobilier résidentiel n'est pas un marché comme un autre. Parce que l'accès au logement est un droit et que les inégalités face au logement sont croissantes, le rôle des pouvoirs publics est crucial pour mieux réguler le fonctionnement de ce marché. La France bénéficie d'un parc social important. Faut-il l'étendre davantage ? Peut-on lui attribuer un rôle régulateur dans le fonctionnement global du marché immobilier résidentiel ? Faut-il s'inspirer des modèles de logement social de nos voisins, en premier lieu néerlandais et britannique ? Sur le marché privé, le renchérissement des prix à l'acquisition et des loyers illustre l'insuffisance de l'offre de logements dans les zones les plus attractives du territoire. A l'échelle individuelle, c'est le parcours résidentiel qui perd en fluidité : il est difficile de déménager pour avoir un logement adapté aux besoins professionnels ou familiaux. Il faut donc mettre en place des politiques adaptées qui améliorent la mobilité résidentielle et qui réduisent les déséquilibres en stimulant l'offre de nouveaux logements.

Le logement est aussi partie intégrante de notre paysage, urbain et rural. Il dessine notre ville d'aujourd'hui mais aussi de demain. Les engagements pris dans le cadre du Grenelle de l'environnement obligent à opérer une véritable révolution, dans l'utilisation du foncier mais aussi dans les nouvelles normes techniques de construction. Pour construire « davantage de m² » de logement, faut-il mobiliser davantage de foncier non bâti ou faut-il densifier le foncier déjà

bâti ? Comment rénover et financer la rénovation d'un parc de logement devenu obsolète au regard des normes énergétiques ?

C'est à ces multiples enjeux que tentent de répondre les contributions rassemblées dans le nouvel ouvrage "[Ville et Logement](#)" de la série Débats et politiques de la *Revue de l'OFCE* sous la direction de Sabine Le Bayon, Sandrine Levasseur et Christine Rifflart. De par la diversité des horizons (chercheurs mais aussi acteurs du monde institutionnel) et des champs disciplinaires (économie, sociologie, science politique, urbanisme) des auteurs, cette revue vise à enrichir la connaissance des problématiques liées au logement et à la ville.

La politique monétaire est-elle devenue inefficace ?

Par [Christophe Blot](#), [Catherine Mathieu](#) et Christine Rifflart

Ce texte résume l'[étude spéciale](#) de la prévision d'octobre 2012.

Depuis l'été 2007, les banques centrales des pays industrialisés sont intervenues de façon constante pour contrer les effets négatifs de la crise financière sur le fonctionnement du système bancaire et financier et pour faire redémarrer la croissance. Dans un premier temps, les taux directeurs ont été considérablement abaissés et maintenus ensuite à un niveau proche de 0^[1]. Dans un deuxième temps, à partir du début de l'année 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles. Si ces

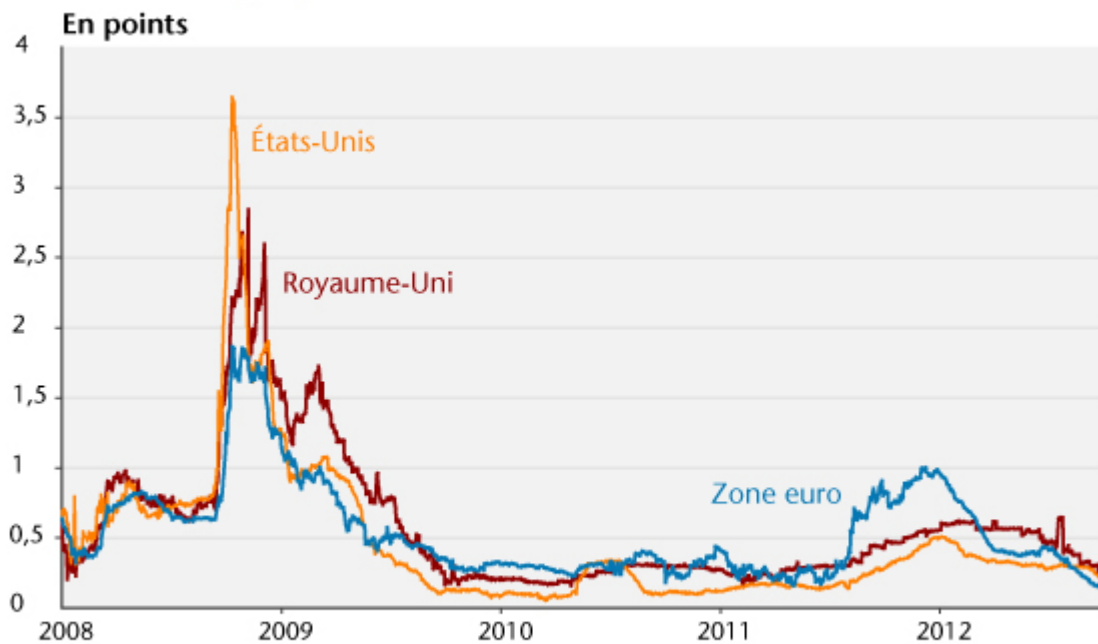
politiques peuvent différer d'une banque centrale à l'autre, elles se traduisent toutes par une augmentation de la taille de leur bilan ainsi que par une modification de la composition de l'actif de ce bilan. Néanmoins, trois ans après le creux d'activité observé aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, force est de constater que la reprise n'est pas au rendez-vous ; le chômage se maintient partout à un niveau élevé. En Europe, une nouvelle récession menace [\[2\]](#). Ces éléments remettent-ils en cause l'efficacité de la politique monétaire et plus particulièrement des mesures non conventionnelles ?

Depuis presque 4 ans, une abondante recherche se développe pour évaluer l'impact des politiques monétaires non conventionnelles [\[3\]](#). Cecioni, Ferrero et Sacchi (2011) [\[4\]](#) proposent une revue de littérature récente sur le sujet. La majorité de ces études porte sur l'impact des différentes mesures prises par les banques centrales sur les variables financières et notamment sur les taux du marché monétaire ou les taux obligataires. Etant donné le rôle du marché monétaire dans la transmission de la politique monétaire, la capacité des banques centrales à atténuer les tensions qui ont émergé dès le début de la crise financière constitue un vecteur essentiel de l'efficacité de leurs interventions. Plus récemment, ce fut aussi une des raisons ayant motivé la BCE à proposer une opération de refinancement exceptionnel, en deux temps, pour une maturité de 3 ans. De fait, cette intervention a permis de réduire les tensions sur le marché interbancaire qui étaient réapparues dans la zone euro, et dans une moindre mesure aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en fin d'année 2011 (graphique). Cet épisode semble confirmer que l'action des banques centrales est efficace lorsqu'il s'agit de faire face à une crise de liquidité. Un autre enjeu essentiel du débat porte sur la capacité des mesures non conventionnelles à faire baisser les taux d'intérêt à long terme et par ce biais à stimuler l'activité. Il s'agit là en effet d'un levier important de la transmission de la politique monétaire. Sur

cet aspect, les conclusions sont plus mitigées. Néanmoins, pour les Etats-Unis, une étude réalisée par Meaning et Zhu (2012)[\[5\]](#) suggère que les programmes d'achat de titres de la Réserve fédérale auraient contribué à faire baisser les taux publics américains à 10 ans de 60 points pour le premier programme (LSAP1 *Large scale asset purchase*) et de 156 points pour le second (LSAP2). Pour la zone euro, Peersman[\[6\]](#) (2011) montre que les effets des mesures non conventionnelles sur l'activité sont globalement assez proches de ceux d'une baisse du taux directeur et Gianone, Lenza, Pill et Reichlin[\[7\]](#) (2012) suggèrent que les différentes mesures prises par la BCE depuis le début de la crise ont permis d'amortir la hausse du taux de chômage, même si l'effet est limité à 0,6 point.

Dans ces conditions, comment expliquer la faiblesse, voire l'absence, de la reprise ? Une première piste évoque l'hypothèse de la trappe à liquidité[\[8\]](#). L'incertitude est encore présente et le système financier reste fragilisé si bien que les agents expriment toujours une préférence pour la liquidité et la sécurité, ce qui explique leur réticence à s'engager sur des projets risqués. Ainsi, même si les conditions de financement sont favorables, la politique monétaire ne permet pas de stimuler plus fortement l'activité. Cette hypothèse explique probablement la timidité de la reprise aux Etats-Unis. Mais, à cette hypothèse, s'ajoute dans la zone euro et au Royaume-Uni, une deuxième piste qui attribue la faiblesse de la reprise à l'impact des politiques budgétaires restrictives. En effet, les pays de la zone euro comme le Royaume-Uni poursuivent une stratégie de consolidation budgétaire qui pèse sur la demande. Les politiques monétaires sont alors certes expansionnistes mais elles ne parviennent pas à compenser l'effet récessif des politiques budgétaires sur la croissance.

Graphique. Tensions sur les marchés interbancaires*



* Les tensions sont mesurées par l'écart entre les taux interbancaires (Libor ou Euribor) et l'overnight interest rate swap (OIS).

Source : Datastream.

[1] Il faut cependant rappeler l'exception de la BCE qui a augmenté prématurément son taux directeur par deux fois en 2011. Elle est depuis revenue sur ces décisions et a baissé le principal taux directeur qui s'établit à 0,75 % depuis juillet 2012.

[2] La première estimation du PIB du Royaume-Uni pour le troisième trimestre 2012 indique un rebond de la croissance après 3 trimestres de baisse. Ce rebond résulte cependant de facteurs exceptionnels (voir [Royaume-Uni : l'enlissement](#)) et l'activité reculerait à nouveau au quatrième trimestre.

[3] Les politiques monétaires non conventionnelles avaient déjà fait l'objet de nombreuses analyses appliquées au cas de la Banque du Japon. La mise en œuvre de mesures équivalentes aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro a contribué à amplifier très largement l'intérêt pour ces questions.

[4] « [Unconventional monetary policy in theory and in practice](#)

», *Banca d'Italia Occasional Papers* n°102.

[5] « [The impact of Federal Reserve asset purchase programmes :another twist](#) », *BIS Quarterly Review*, March p.23-30.

[6] « [Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area](#) », ECB Working Paper n°1397.

[7] « [The ECB and the interbank market](#) », CEPR Discussion Paper n°8844.

[8] Voir [OFCE](#) (2010) pour une analyse de cette hypothèse.

L'encadrement des loyers : quels effets en attendre ?

Sabine Le Bayon, Pierre Madec et Christine Riffart

Publié au *Journal officiel* le 21 juillet dernier, [le décret sur l'encadrement des loyers](#) dans les zones où la hausse et le niveau des loyers sont particulièrement élevés[\[1\]](#), entre en vigueur le 1^{er} août 2012 pour une durée d'un an. La mesure avait été annoncée lors de la campagne présidentielle de François Hollande en janvier 2012. La voilà adoptée, en attendant la grande réforme sur les rapports locatifs entre bailleurs et propriétaires prévue en 2013.

La difficulté de se loger et la dégradation des conditions de vie pour une partie croissante de la population soulignent la montée des inégalités face au logement. Ces inégalités fragilisent une cohésion sociale déjà affectée par la crise

économique. Pour beaucoup, l'accès à la propriété est rendu difficile avec l'envolée des prix d'achat, les demandes d'attribution d'un logement social restent en attente, faute de place et le marché locatif privé devient de plus en plus cher dans les grandes villes, du fait de l'envolée du prix des biens. Dès lors, l'encadrement des loyers dans ces agglomérations apparaît comme une mesure d'urgence pour freiner ces hausses. La difficulté est malgré tout de maintenir les investisseurs sur le marché locatif privé, déjà marqué par l'insuffisance de l'offre de logement et un rendement locatif très bas (1,3 % à Paris après dépréciation du capital).

Le décret a pour objectif une baisse significative des loyers de marché [\[2\]](#), tirés à la hausse par les loyers à la relocation, c'est-à-dire lors d'un changement de locataire. Contrairement aux loyers en cours de bail ou lors du renouvellement de bail qui sont indexés sur l'Indice de référence des loyers, les loyers des nouveaux locataires étaient jusqu'au 31 juillet 2012, fixés librement. En 2010, cela concernait près de 50 % des relocations dans l'agglomération parisienne (60 % à Paris). Désormais, en l'absence de gros travaux, ils seront encadrés. Seuls les loyers des logements neufs mis en première location ou ou des logements rénovés (dont les travaux représentent plus d'un an de loyer) resteront libres (tableau 1).

Tableau 1. Le mode de fixation du loyer selon les législations en vigueur

Cadre légal imposé par	Renouvellement de bail	Relocation	Première location et logement neuf
Loi du 6 juillet 1989 modifiée	- Indexé sur l'IRL - En cas de sous-évaluation manifeste, réévaluation étalée sur 3 ans ou 6 ans si l'écart est supérieur à 10 % - En cas de travaux, majoration convenue à l'avance entre le bailleur et le locataire	Libre	Libre
Décret sur l'agglomération parisienne	- Indexé sur l'IRL - En cas de sous-évaluation manifeste ou de travaux d'un montant au moins supérieur à 1 an de loyer, hausse autorisée de la moitié de l'écart entre le dernier loyer et le loyer de marché ou de 15 % du cout réel des travaux TTC	Libre	Libre
Décret du 21 juillet 2012 (applicable dans les communes concernées)	- Indexé sur l'IRL - En cas de sous-évaluation manifeste ou de travaux d'un montant au moins supérieur à 1 an de loyer dans les parties privatives ou communes, hausse autorisée soit de la moitié de l'écart entre le dernier loyer et le loyer de marché soit de 15 % du cout réel des travaux TTC	- Indexé sur l'IRL - En cas de sous-évaluation manifeste ou de travaux d'un montant compris entre 6 mois de loyer et 1 an dans les parties privatives ou communes, hausse autorisée soit de la moitié de l'écart entre le dernier loyer et le loyer de marché soit de 15 % du cout réel des travaux TTC - Libre en cas de travaux d'un montant supérieur à 1 an de loyer	Libre

En utilisant les [données de l'Observatoire des Loyers de l'Agglomération Parisienne](#), et sous les hypothèses décrites dans la [Note de l'OFCE \(n° 23 du 26 juillet 2012\)](#), « L'encadrement des loyers : quels effets en attendre ? », nous avons évalué l'impact de ce décret s'il avait été mis en place au 1^{er} janvier 2007 et pérennisé jusqu'en 2010. D'après nos calculs, ce décret aurait eu pour conséquences non seulement de ralentir assez fortement les hausses des loyers à la relocation dès la première année d'application (+1,3 % dans l'agglomération parisienne, contre +6,4 % observés), mais aussi de les stabiliser, voire de les baisser au moment de la relocation suivante, soit 3 ans après dans notre exemple (0 % à Paris, -0,6 % dans l'agglomération parisienne en 2010). Au final, en 2010, les loyers seraient inférieurs de 12,4 % à Paris et 10,7 % dans l'ensemble de l'agglomération parisienne à ce qu'ils auraient été sans la mesure. A Paris, le loyer se situerait à 20,1 €/m² au lieu de 22,6 €/m² effectivement observé (tableau 2). Pour une surface moyenne des logements reloués à Paris de 46 m², le loyer mensuel aurait été ainsi de 924 € au lieu de 1039 €, soit un gain pour le locataire de 115

€ par mois. Dans l'ensemble de l'agglomération parisienne, et selon les mêmes hypothèses, le loyer à la relocation aurait baissé en moyenne à 15,9 €/m², au lieu de 17,8 €/m² observé. Pour une surface moyenne de 50 m² mise en relocation, le gain est de 95 € par mois !

A plus long terme, le décret permettrait d'atténuer l'écart entre les loyers des locataires en place depuis plus de 10 ans et ceux des nouveaux locataires (écart qui se situe en 2010 à 30 % dans l'agglomération parisienne et 38 % à Paris) et d'améliorer la fluidité du marché.

Actuellement, quelle est la possibilité de déménager si le seul fait de s'agrandir pour un couple qui vient d'avoir des enfants accroît le prix du m² de plus de 15 % dans l'agglomération parisienne ? De même, l'incitation financière à déménager pour un couple habitant dans un logement de 4 pièces de 80 m² et dont les enfants ont quitté le domicile familial est nulle puisque le loyer d'un logement de 3 pièces de 60 m² est équivalent. Cette prime à la sédentarité accroît les tensions sur le marché de la location et conduit les ménages à occuper des logements inadaptés à leur besoins, voire à freiner la mobilité sur le marché du travail.

Cette mesure peut-elle favoriser la mobilité et redonner du pouvoir d'achat aux ménages ? A court terme, elle va certes bénéficier aux ménages les plus mobiles en limitant la hausse de la part des dépenses de logement dans leur budget[3]. Or ces ménages sont ceux pour lesquels la contrainte de revenus joue le moins, c'est-à-dire ceux qui ont des revenus élevés ou un taux d'effort relativement faible. Elle va également bénéficier aux ménages qui sont dans l'obligation de déménager ou de ceux qui sont à la limite de leur contrainte financière. Pour tous ceux là, la hausse du taux d'effort sera moindre que ce qu'elle aurait été sans le décret. En revanche pour les ménages ayant déjà un taux d'effort élevé et un faible revenu[4], le décret ne devrait rien changer puisqu'ils peuvent difficilement supporter le surcoût d'une relocation.

Tableau 2. Évolution simulée des loyers à la relocation en agglomération parisienne sous l'hypothèse d'une entrée en vigueur du décret au 01/01/2007

	Loyers observés avant relocation au 31/12/2006	Loyer après relocation au 01/01/07	Variation en 2007	Loyers au 31/12/2009 après indexation / IRL et avant relocation	Loyers au 01/01/2010 après relocation	Variation en 2010	Écart entre les loyers observés et simulés à la relocation en 2010
PARIS		19 €/m ²	2,2 %	20,1 €/m ²	20,1 €/m ²	0 %	-12,4 %
observé	18,6 €/m ²	(20,1 €/m ²)	(+ 8,3 %)	(20,9 €/m ²)	(22,6 €/m ²)	(+8,3%)	
AGGLOMERATION PARISIENNE		15,4	1,3%	16 €/m ²	15,9 €/m ²	-0,6 %	-10,7 %
observé	15,2 €/m ²	(16,2 €/m ²)	(+ 6,4)	(16,9 €/m ²)	(17,8 €/m ²)	(+5,7 %)	

Quels sont les risques ?

Si les bénéfices attendus pourraient être réels, encore faut-il que l'application de ce décret, –ou en tous cas de la prochaine loi – les permette. Outre la difficulté de mise en application de ce décret (absence d'observatoires des loyers fiables dans les zones concernées et de cadre juridique permettant aux locataires de faire valoir leurs nouveaux droits), l'impact de cette mesure ne sera positif pour les locataires que si l'offre locative ne se réduit pas (maintien des investisseurs actuels sur le marché, poursuite des nouveaux investissements) et que les bailleurs ne cherchent pas à compenser l'encadrement des loyers futurs par un loyer plus élevé lors la première mise en location du bien.

De même, la réalisation de travaux d'amélioration dans la perspective du Grenelle 2 de l'environnement ou simplement de travaux d'entretien pourrait s'en trouver abandonnée du fait de l'allongement de la durée d'amortissement pour les propriétaires par rapport à la situation qui prévalait jusqu'alors. A l'inverse, certains propriétaires pourraient être incités à faire de gros travaux (montant supérieur à 1 an de loyer) et à « monter le logement en gamme » pour fixer librement le loyer. Une marge de sécurité serait ainsi prise par le bailleur pour compenser le manque à gagner ultérieur. Ces hausses, si elles avaient lieu, pénaliseraient les locataires les moins solvables et favoriseraient le phénomène

de *gentrification* déjà à l'œuvre dans les zones les plus tendues. On pourrait donc constater des écarts divergents entre les loyers de marché des logements « dégradés » et des logements remis à neuf.

Ce décret devrait à court terme limiter l'ampleur des disparités dans les zones les plus tendues avec un coût nul pour le gouvernement. Mais il ne résoudra pas le problème de taux d'effort des ménages les plus modestes : pour cela, il faudrait augmenter le parc de logement social, améliorer sa fluidité et revaloriser fortement les aides au logement[\[5\]](#), ce qui suppose des moyens financiers importants. Le problème fondamental demeure celui de l'insuffisance de l'offre, notamment dans les zones urbaines, où par définition le foncier disponible est rare et cher, la hausse des loyers ne faisant que répercuter celles des prix de l'immobilier. Or une détente des prix passe par une plus grande disponibilité du foncier, une augmentation de la densité là où c'est possible, le développement des transports pour faciliter les déplacements entre le logement et le lieu de travail sur grande distance, ... C'est sur ces leviers qu'il faut agir pour améliorer les conditions de logement des plus modestes.

[\[1\]](#) Le décret s'applique dans les communes où la hausse des loyers observée sur la période 2002-2010 est supérieure à deux fois la hausse de l'IRL (soit 3,2 % par an) et le loyer de marché au m² dépasse de 5 % la moyenne nationale hors Ile-de-France (soit 11,1 euros/m²). Cela concerne près de 1 400 communes situées dans 38 agglomérations (27 en métropole et 11 outre-mer).

[\[2\]](#) On distingue deux types de loyers : le loyer moyen est le loyer de l'ensemble des logements en location, qu'ils soient vacants ou occupés ; le loyer de marché est le loyer de

l'ensemble des logements disponibles sur le marché pour la location, donc des nouveaux logements mis en location et des relocations. Il est très proche du loyer des relocations, les logements mis en location pour la première fois ne représentant qu'une faible part de l'offre disponible.

[3] Part qui a progressé depuis 15 ans pour les ménages du parc locatif privé et notamment les plus modestes.

[4] En 2010, plus de la moitié des locataires du secteur privé a un taux d'effort (net des aides au logement) supérieur à 26,9 %, mais surtout, pour les 25 % des ménages les plus modestes, le taux d'effort moyen atteint 33,6 %.

[5] Selon le rapport « [Evaluation des aides personnelles au logement](#) » de l'IGAS, en 2010, 86,3 % des loyers dans le secteur libre des allocataires étaient supérieurs au loyer plafond pris en compte pour le calcul des aides au logement. Toute augmentation de loyer est donc intégralement supportée par le locataire.

Politique monétaire : l'histoire sans fin

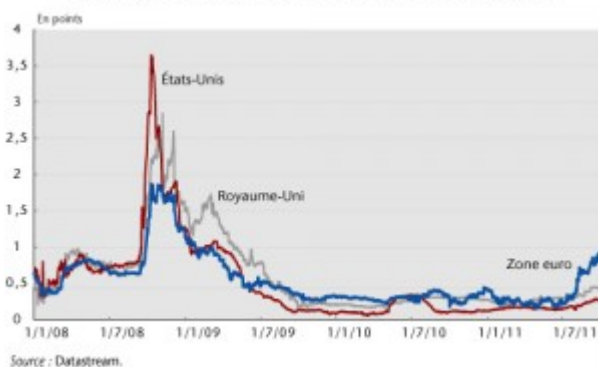
par [Christophe Blot](#) et Christine Riffart

Les banques centrales disposent-elles encore de marges de manœuvre pour contrer les pressions déflationnistes aux Etats-Unis et éviter à la zone euro de sombrer dans une nouvelle crise financière comparable à celle de 2008 ?

Malgré la baisse des taux directeurs des banques centrales à

des niveaux planchers compris entre 0 et 0,5 % (1 % pour la BCE avant les deux hausses de 0,25 % en avril et juillet dernier), les politiques monétaires sont restées sans effet sur les conditions de financement des agents privés. Pourtant, depuis le début de l'été, les mauvaises nouvelles s'enchaînent de part et d'autre de l'Atlantique et nourrissent un pessimisme accru. La crise de confiance dans la zone euro accroît le risque de blocage et l'absence de reprise du crédit aux Etats-Unis, du fait notamment de taux privés qui peinent à baisser, montre que la trappe à liquidité qui s'est mise en place à la suite de la crise financière de 2008 n'est toujours pas refermée. Cette situation alimente la crise de liquidité que l'on peut observer sur les marchés interbancaires à travers les *spreads* (graphique 1) et les enquêtes auprès des banques. Même si elles n'ont pas encore atteint les sommets observés lors de la faillite de Lehman Brothers aux Etats-Unis, de telles tensions illustrent les craintes sur la fragilité des banques européennes du fait de leur exposition aux dettes des Etats membres de la zone euro et montrent combien la situation en matière de dette souveraine pèse sur la stabilité du système bancaire européen.

Graphique 1. Écart entre le taux interbancaire et l'OIS à trois mois



La trappe à liquidité renvoie à une situation où le taux d'intérêt atteint un niveau plancher et où la politique monétaire ne parvient plus à stimuler l'économie par le recours aux instruments conventionnels. L'image de la trappe correspond à l'idée que toute monnaie supplémentaire émise par la banque centrale est immédiatement absorbée – comme si elle

tombait dans une trappe – par une demande de monnaie qui devient infiniment élastique au taux d'intérêt. Monnaie et titres deviennent parfaitement substituables. Pour contrer cet effet, les banques centrales peuvent recourir aux mesures dites non conventionnelles. Par des programmes d'achats de créances publiques ou privées, elles tentent d'avoir une prise directe sur la structure par terme des taux d'intérêt. Elles fournissent en quantité abondante de liquidités au système bancaire afin d'encourager le crédit. Elles peuvent également chercher à influencer les anticipations d'inflation et de taux d'intérêt futurs. Une hausse de l'inflation anticipée permet de réduire le taux d'intérêt réel *ex-ante*. De même, l'engagement sur une politique de taux faibles à un horizon long peut redonner confiance aux agents privés et les inciter à consommer et investir.

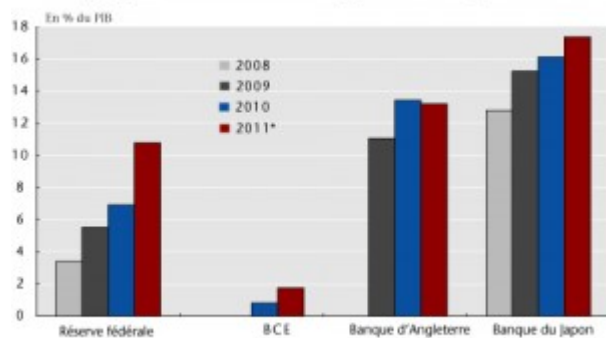
Consciente des risques encourues, la BCE a décidé, à l'issue du [Conseil des Gouverneurs](#) qui s'est tenu le 6 octobre 2011, de reconduire des opérations exceptionnelles de refinancement à long terme et de lancer un second programme d'achats d'obligations sécurisées. Ces annonces rejoignent celle de la Banque d'Angleterre le même jour (voir le [compte rendu](#) de la réunion du 6 octobre 2011) prévoyant une nouvelle vague d'achats d'obligations publiques pour un montant de 75 milliards de livres sterling. De son côté, la Banque du Japon continue également de relever régulièrement son plafond d'achats de titres qui atteint désormais 15 000 milliards de yens (soit 3,1 % du PIB).

Pour autant, ces mesures sont loin des actions menées par la Réserve fédérale pour faire pression sur les marchés financiers. Première à avoir rassuré les marchés sur le maintien du taux des Fonds fédéraux entre 0 et 0,25 % aussi longtemps que nécessaire, elle a complété son action sur les anticipations de taux courts futurs en annonçant le 9 août qu'elle maintiendrait à ce niveau au moins jusqu'à la mi 2013. Mais surtout, un nouveau programme d'achat de titres a été

lancé le 21 septembre 2011 (dit QE3) (voir le [compte rendu](#)). Le plan prévoit l'achat, d'ici juin 2012, de 400 milliards de dollars de titres du Trésor ayant une durée de vie restante entre 6 et 30 ans contre des titres ayant une durée de vie restante inférieure à 3 ans.

Cette action, destinée à peser sur les taux des marchés financiers, s'inscrit dans une politique initiée dès le début de l'année 2009, et visant d'abord les taux hypothécaires (via les MBS), puis l'ensemble de la chaîne de taux privés. En achetant des titres publics de différentes maturités sur le marché secondaire, la Réserve fédérale espère peser suffisamment sur les volumes pour réduire les rendements offerts et conduire les investisseurs à reporter leurs achats vers des titres plus longs, et plus risqués. Pour être efficaces, ces achats doivent être de grande ampleur. C'est pourquoi la Fed n'a pas hésité à accroître son bilan et acheter depuis 2008, l'équivalent de 7,4 % du PIB en titres publics. La Banque du Japon et la Banque d'Angleterre, qui détenaient un portefeuille de titres publics déjà élevé en 2008, ont acquis, malgré tout, pendant la crise l'équivalent de 4,6 % et 2,2 % du PIB de titres publics supplémentaires. La BCE ne s'est pas mise dans cette position. En intervenant sur les marchés pour acheter des titres grecs ou italiens, la BCE a avant tout cherché à préserver la stabilité financière eu égard à la forte exposition du système bancaire européen sur les titres de dette souveraine et à assurer, dans l'attente d'une solution pérenne, la viabilité de la zone euro. Cette position prudente, voire trop prudente, lui donne donc l'opportunité d'amplifier, à l'image des autres banques centrales, sa politique d'achat de titres afin de peser plus largement sur les taux d'intérêt publics à long terme de l'ensemble de la zone euro (graphique 2).

Graphique 2. Portefeuilles de titres publics des banques centrales



* 2011 sur la base des mois de janvier à septembre.

Sources : Banques centrales nationales, Comptes nationaux, Eurostat.

Si tel était le cas, cette stratégie permettrait également une meilleure coordination des politiques économiques. L'évolution des taux d'intérêt à long terme conditionne l'efficacité de la politique budgétaire, en réduisant d'une part les effets d'éviction financière et en assurant la soutenabilité des trajectoires de dette publique qui dépend crucialement de l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt. De fait, ces mesures d'assouplissement quantitatives aux Etats-Unis et au Japon accompagnent la mise en œuvre de nouveaux plans de relance budgétaire. Si le gouvernement britannique a fait le choix d'une forte restriction budgétaire, il bénéficie malgré tout des actions entreprises par la Banque d'Angleterre pour atténuer l'impact récessif des plans d'austérité. Comparativement à ses homologues, la zone euro dispose donc de marges de manœuvre à la fois en termes de baisses des taux d'intérêt (après les deux hausses à contre-pied d'avril et juillet derniers) mais également afin d'améliorer la coordination entre politiques monétaire et budgétaire.

Ce texte fait référence à une [étude sur la politique monétaire jointe à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012](#) que le département analyse et prévision a présentées le vendredi 14 octobre 2011. Les analyses sont disponibles sur le site internet de l'OFCE.