

Chapitre 2

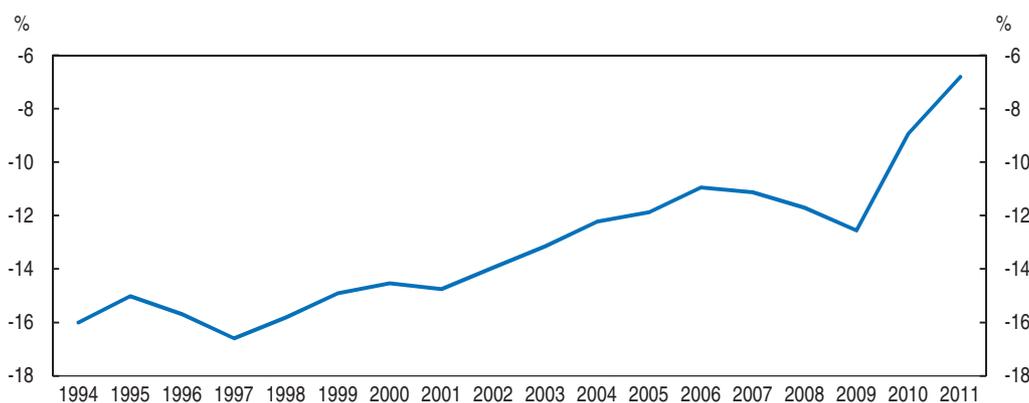
Marché du logement, secteur financier et fiscalité du capital : conduire des politiques propres à garantir une croissance vigoureuse

Les réformes structurelles de large portée conduites depuis le début des années 90 ont renforcé la résistance de l'économie suédoise aux crises. Cependant, il faut aller plus loin encore pour mieux gérer les risques à court terme et faire en sorte que la croissance persiste dans la durée. Une réforme du marché de l'immobilier permettrait de réduire les risques que représentent les prix élevés des logements, porterait l'investissement résidentiel à un niveau adéquat et entraînerait une amélioration de la mobilité de la main-d'œuvre et du bien-être. Préciser la répartition des responsabilités dans la réglementation financière et améliorer la panoplie d'instruments macroprudentiels permettrait d'apaiser les menaces qui pèsent sur la stabilité et de réduire les engagements budgétaires éventuels liés à l'existence d'un système bancaire vaste et concentré. Une harmonisation plus poussée de l'imposition des différentes catégories d'actifs rendrait la fiscalité plus neutre.

La Suède est bien placée pour s'acheminer vers une croissance vigoureuse, mais il lui reste quelques défis à relever

Grâce aux politiques macroéconomiques et structurelles saines qui ont été conduites, l'économie suédoise s'est bien comportée. L'écart entre le PIB potentiel et le PIB effectif continue de s'amenuiser comparativement à celui des économies de l'OCDE aux revenus les plus élevés, sous l'effet de la bonne tenue de la productivité et de la croissance de l'emploi (graphique 2.1). La Suède se trouve bien placée pour prendre le chemin d'une croissance durable à long terme, mais il lui reste cependant quelques défis à relever. Les conditions au niveau international sont cependant moins favorables qu'avant la crise mondiale et l'apparition de quelques déséquilibres sur le plan intérieur annonce d'autres menaces, qui pourraient être aggravées par les retombées de la crise de la zone euro.

Graphique 2.1. **Écart de PIB par habitant entre la Suède et les économies de l'OCDE aux revenus les plus élevés¹**



1. Les économies de l'OCDE aux revenus les plus élevés appartiennent à la moitié supérieure des pays de l'OCDE en termes de PIB par habitant en 2010, exprimé en PPP en dollars internationaux constants de 2005. L'écart est égal à la différence, en pourcentage, entre le PIB par habitant de la Suède et celui d'une simple moyenne des économies de l'OCDE à revenus élevés.

Source : OCDE, Base de données analytique.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757314>

La hausse des revenus réels, la faiblesse des taux d'intérêt et l'abaissement des impôts fonciers ont donné un coup de fouet à la demande de logements, mais des problèmes structurels, notamment une réglementation stricte des loyers, les lois sur l'occupation des sols et le niveau élevé des coûts de construction ont entamé la capacité de réaction de l'offre, d'où une montée en flèche des prix réels des logements. Dans ce contexte d'essor des prix de l'immobilier, les ménages, déjà lourdement endettés, sont devenus plus vulnérables face aux chocs sur les marchés du travail et du logement et aux chocs de taux d'intérêt. Le secteur bancaire est vaste et concentré, ce qui expose l'État à un risque élevé de passifs éventuels. La fiscalité du capital favorise l'épargne institutionnelle et

l'investissement dans des logements occupés par leurs propriétaires, et a peut-être amoindri l'efficacité de la répartition de l'épargne.

S'attaquer à l'insuffisance de l'offre sur le marché du logement et le marché hypothécaire serait un moyen d'atténuer les risques à court terme et de conforter les perspectives de croissance à long terme. Renforcer la stabilité financière, en comblant les lacunes observées dans l'organisation institutionnelle de la supervision financière, ainsi que la panoplie d'instruments macroprudentiels devrait aider à résoudre les difficultés que pourraient entraîner un désendettement désordonné des ménages et les perturbations sur les marchés financiers internationaux. Rendre la fiscalité plus neutre et plus uniforme permettrait de réduire le risque que des déséquilibres n'apparaissent dans le futur.

La montée des prix des logements s'explique en partie par des problèmes structurels

Les prix réels des logements ont progressé sensiblement au cours des 15 dernières années et demeurent historiquement élevés, en dépit des quelques mouvements de fléchissement observés récemment, et l'investissement résidentiel est amorphe (graphique 2.2, panneaux A et B). L'analyse, par la Riksbank, du marché immobilier montre que la plus grande partie de la hausse des prix des logements s'explique par les fondamentaux économiques et par les restrictions pesant sur l'offre de logements (Riksbank, 2011a). Toute une série de résultats ont été obtenus à partir d'autres études et modèles réalisés pour savoir si les prix des logements sont surestimés en Suède. Les modèles amenant à conclure à une certaine surévaluation donnent à penser qu'une correction éventuelle pourrait ne pas avoir de graves répercussions sur le système financier (FMI, 2012a ; Commission européenne, 2012a). Néanmoins, s'attaquer aux problèmes structurels qui ont fait monter les prix des logements serait un moyen d'améliorer la résistance du marché de l'immobilier et de l'économie toute entière. Figurent notamment, parmi les facteurs prédominants qui, du côté de la demande, tirent les prix des logements vers le haut, la hausse du revenu disponible réel, observée même pendant la crise grâce aux mesures de relance et à la bonne tenue du marché du travail, la baisse des impôts fonciers et les déductions fiscales accordées au titre des dépenses d'amélioration de l'habitat, la réglementation des loyers, le repli des taux des emprunts hypothécaires et l'assouplissement des conditions de remboursement. Du côté de l'offre, les facteurs favorisant la hausse des prix de l'immobilier sont notamment les réformes engagées dans les années 90, lesquelles ont entraîné un déclin des mises en chantier, un affaiblissement de la concurrence dans le secteur de la construction et des incertitudes administratives à propos de l'occupation des sols et des permis de construire.

L'accessibilité financière du logement a subi les effets négatifs de la hausse des prix, mais a bénéficié en revanche de la faiblesse des taux d'intérêt et de l'apparition de nouveaux instruments financiers qui ont facilité l'accès aux financements, en particulier pour les primo-accédants à la propriété. Les prix des logements, rapportés aux revenus et aux loyers, ont progressé et demeurent supérieurs aux moyennes historiques même si la réglementation des loyers en vertu de laquelle ceux-ci sont maintenus en dessous de la valeur de marché ôte de la fiabilité au second indicateur (graphique 2.2, panneaux C et D). Globalement, grâce à la progression des revenus et au recul des taux d'intérêt, les versements hypothécaires sont restés modestes en proportion des revenus. Néanmoins, la survenue d'un choc sur le marché du travail et d'une crise des taux d'intérêt pourrait renverser la situation. Une moindre accessibilité financière du logement peut freiner la

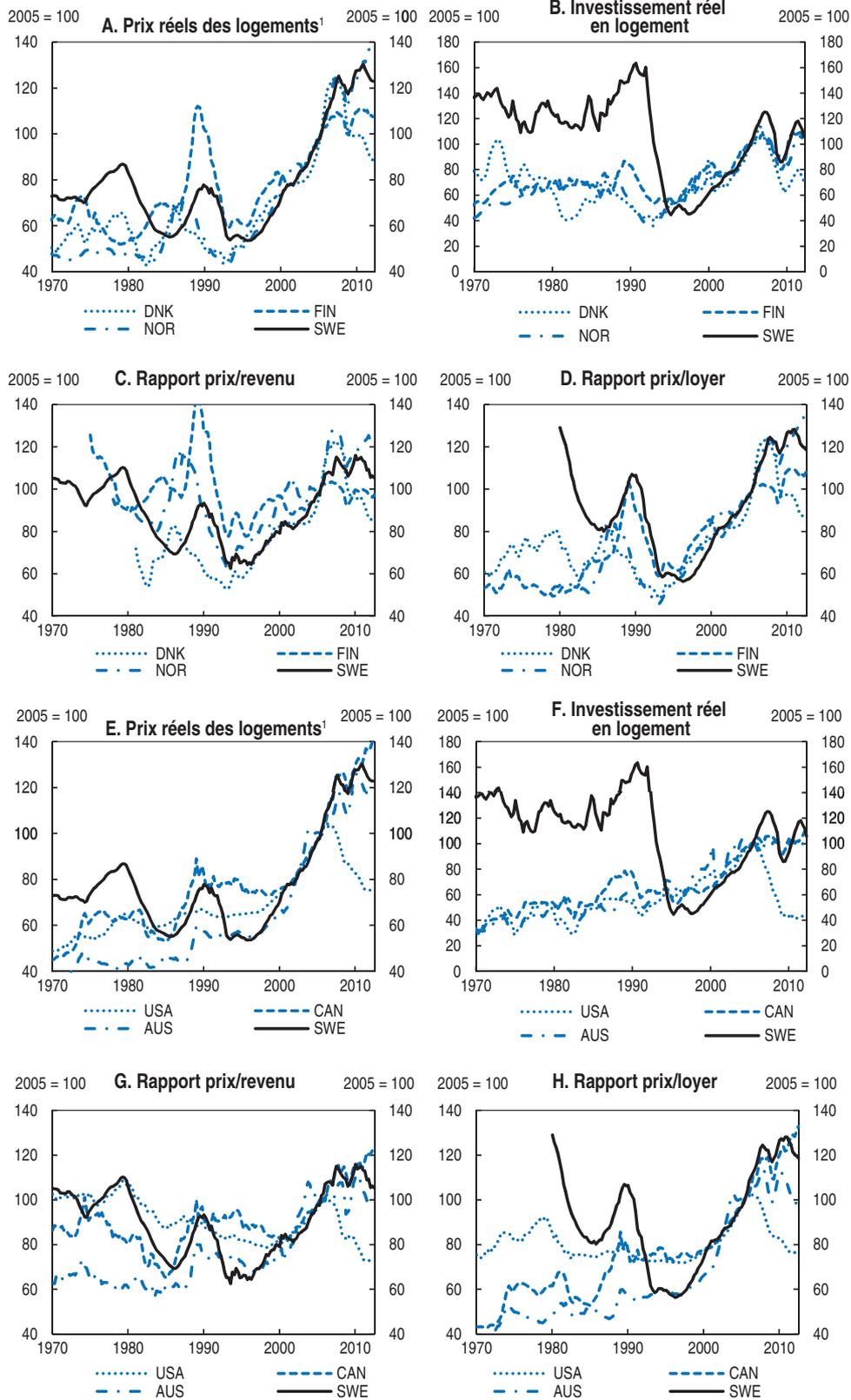
fondation de familles, réduire la mobilité, compliquer le recrutement et la rétention de travailleurs dans des régions où l'immobilier est cher, alourdir le coût de la vie et entraîner des inégalités sociales.

L'offre de logements pâtit de la complexité, de la durée et du caractère incertain des procédures d'urbanisme. Les municipalités ont un rôle capital et elles appliquent des règles différentes qui peuvent gêner les promoteurs dans la mesure où elles entament leur capacité de prévoir et limitent leurs possibilités de conduire des projets similaires dans différentes régions du pays. Les entreprises ont donc tendance à travailler dans les municipalités qu'elles connaissent bien plutôt qu'à l'échelon national, ce qui émousse la concurrence et contribue à accroître le coût de la construction (ministère suédois des Affaires sociales, 2011 ; Conseil national suédois du logement, de la construction et de l'urbanisme, 2011). En 2012, le gouvernement suédois a créé une commission chargée d'harmoniser l'application par les municipalités de la loi sur l'urbanisme et la construction. Comme dans bien d'autres pays, on observe en Suède des différences géographiques dans l'évolution des prix de l'immobilier, la hausse des prix des logements étant plus marquée dans les zones urbaines que dans les zones rurales (graphique 2.3). Cette situation traduit en partie l'absence de réaction du côté de l'offre. Dans les zones urbaines, où la demande de logements est forte, la réaction du côté de l'offre peut être freinée par la politique des autorités, lorsque celles-ci optent pour une diminution de la densité de population, par un blocage causé par les résidents en place, par une pénurie de terrains ou par l'absence d'incitations propres à encourager les municipalités à livrer de nouveaux terrains à bâtir. La simplification et l'accélération des procédures d'urbanisme et l'élimination des obstacles à l'accroissement des capacités du secteur du bâtiment concourraient à mieux faire coïncider l'offre et la demande.

Des progrès ont été réalisés en ce qui concerne les procédures d'urbanisme et de zonage, mais il est possible d'aller encore plus loin. La Loi de mai 2011 sur la construction et l'urbanisme prévoit de ramener à 10 semaines le délai d'instruction d'une demande de permis de construire, et de simplifier et d'accélérer l'élaboration de plans d'aménagement urbain (définissant les zones résidentielles, commerciales et industrielles) en supprimant l'obligation de présenter un projet de construction, précisant le type de bâtiment dont la construction est envisagée. Les recours, en cas de rejet d'un projet d'aménagement, demeurent toutefois des procédures de longue haleine. Le projet de loi de finances pour 2013 prévoit d'accroître les ressources allouées aux conseils d'administration pour le traitement des recours. En outre, le gouvernement suédois a demandé la réalisation d'études de la politique d'aménagement du territoire des municipalités dans le but de mettre davantage de terrains municipaux à disposition pour la construction de logements, mais d'autres mesures peuvent encore être envisagées. Depuis quelque temps, c'est le secteur des copropriétaires occupants qui a été le moteur le plus puissant des mises en chantier, mais le processus de création de coopératives est lent et contraignant (voir ci-après). Les coopératives d'habitation possèdent généralement un immeuble et une nouvelle coopérative est créée pour chaque projet, qu'il s'agisse d'un projet de construction d'un bâtiment neuf ou de réhabilitation ou de modernisation de bâtiments anciens. L'assouplissement des règles applicables en la matière permettrait d'améliorer la réactivité de l'offre de logements.

En Suède, l'investissement dans le logement est sensible aux prix de l'immobilier et au coût de la construction (Andrews et al., 2011 ; Conseil national suédois de garantie du crédit au logement, 2011). L'ascension rapide des prix des logements au cours des dernières

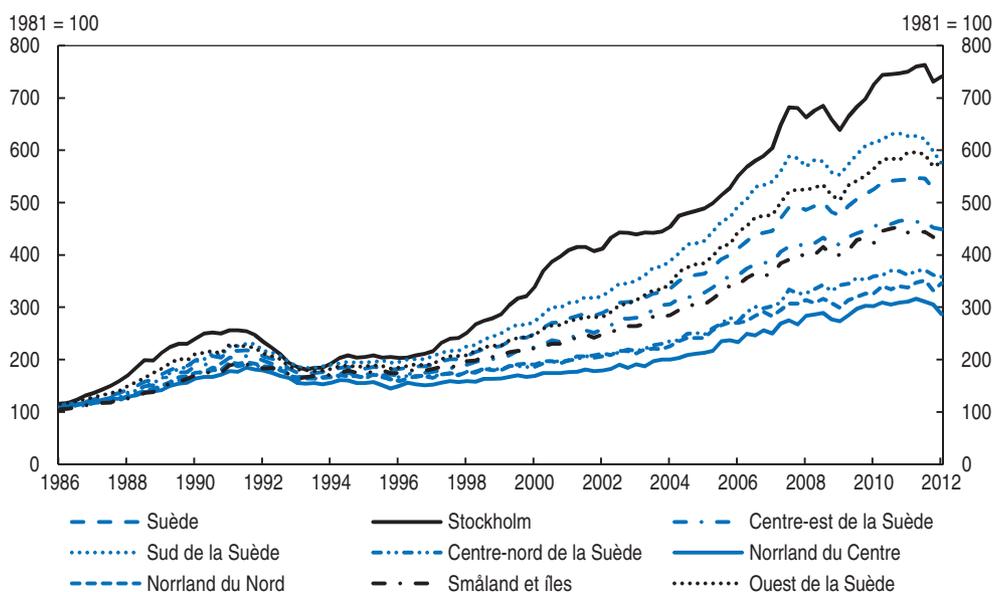
Graphique 2.2. Évolutions sur le marché du logement



1. Les prix des logements sont déflatés par le déflateur de la consommation privée de la comptabilité nationale.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 92. Sources nationales et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932757333>

Graphique 2.3. Prix réels des logements¹ par région

1. Les prix des logements sont déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Source : Statistiques Suède.

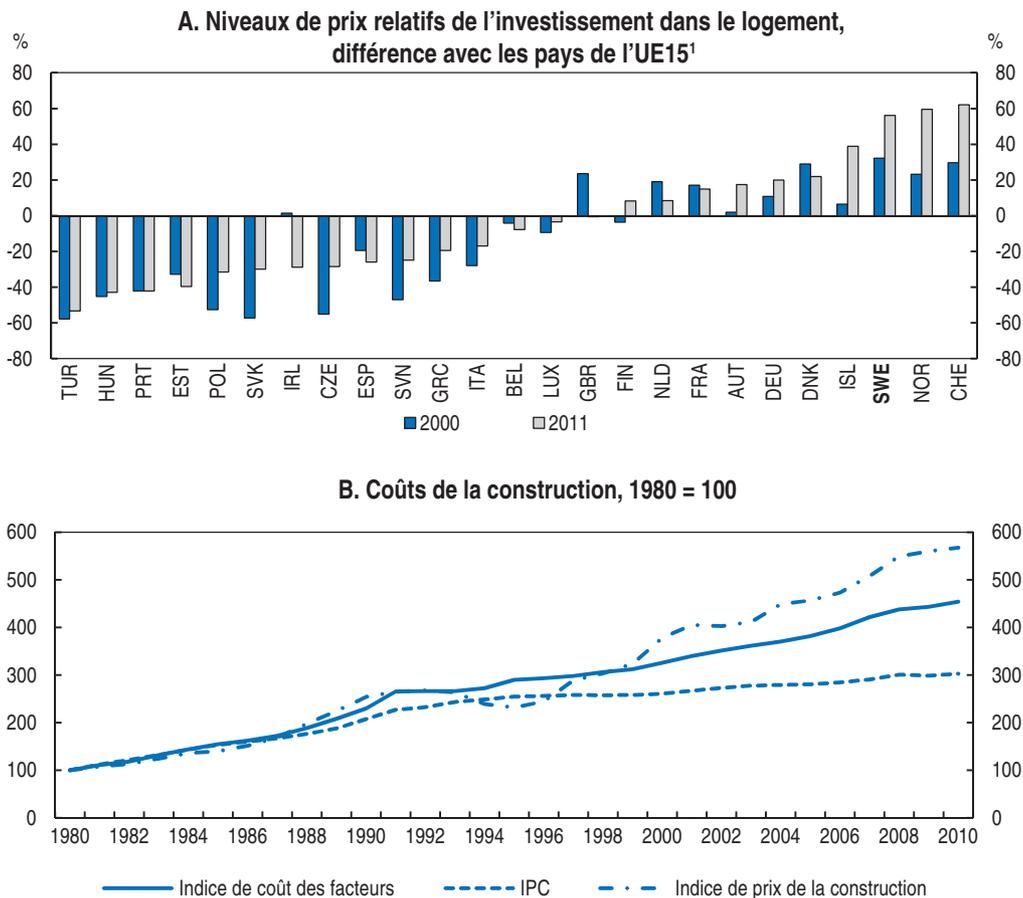
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757352>

décennies s'est accompagnée d'un essor du secteur de la construction, à partir toutefois d'un niveau initial très bas. Il est difficile d'établir un lien de causalité entre l'évolution du coût de la construction et celle des prix de l'immobilier, mais en Suède, force est de constater que, pour l'une comme pour l'autre, le mouvement à la hausse a été rapide.

Les prix à la construction ont flambé et figurent désormais parmi les plus élevés d'Europe, supérieurs d'environ 55 % à la moyenne européenne (graphique 2.4, panneau A). Cette envolée s'explique en partie par l'augmentation du prix des terrains due à la pénurie d'offre. L'indice de coût des facteurs, qui mesure le coût des intrants, dont le travail, les matériaux, le transport et les équipements, est un meilleur indicateur du coût de la construction ; il accuse une hausse de 2.2 % par an en moyenne depuis dix ans, à comparer au chiffre de 1.3 % par an enregistré au cours de la précédente décennie (graphique 2.4, panneau B).

Le niveau élevé du coût de la construction peut s'expliquer par le caractère limité de la concurrence et par la lourdeur des réglementations applicables aux matériaux de construction utilisés (voir le chapitre consacré au logement de l'*Étude économique de 2007* et Autorité suédoise de la concurrence, 2009). Le secteur de la construction est concentré et se caractérise par une intégration horizontale et verticale poussée. Une poignée de grandes entreprises s'adjuge la plus grande part du marché ; il est apparu qu'elles se sont rendu coupables de comportements assimilables à des ententes et d'actes de corruption (voir le chapitre consacré à la concurrence de l'*Étude économique de 2004* et Sjöblom, 2011). La structure même du marché élève des barrières à l'entrée difficiles à franchir, notamment pour les entreprises étrangères. Les perspectives s'offrant aux petites entreprises et aux entreprises étrangères sont encore amoindries par un processus de répartition des terrains qui tend à favoriser les grandes entreprises suédoises solidement établies ainsi que par la nature même des appels d'offres autorisant des cahiers des charges trop généraux et imprécis et prévoyant un délai trop long entre le dépôt des offres et les adjudications. Il conviendrait donc de faciliter l'accès des petites entreprises et des entreprises étrangères aux

Graphique 2.4. Prix et coûts de la construction



1. L'investissement dans le logement renvoie à la formation brute de capital fixe dans le secteur de la construction. Fondé sur les taux de change PPA.

Source : Statistiques Suède et Eurostat.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757371>

procédures de passation des marchés publics en améliorant le déroulement dans le temps, la prévisibilité et la lisibilité de ces procédures. Il importe également de veiller à ce que le coût élevé des matériaux de construction ne désavantage pas les entreprises de petite taille qui se procurent ces matériaux auprès d'entreprises plus grandes, intégrées verticalement.

Le marché du logement suédois présente plusieurs caractéristiques tout à fait singulières (encadré 2.1). L'une d'elles tient à la présence des coopératives d'habitation (*bostadsrätter*) qui constituent depuis longtemps un dispositif très largement utilisé en Suède pour devenir propriétaire d'un appartement. Les coopératives sont propriétaires des immeubles et contractent des hypothèques pour financer en partie les terrains et les immeubles, le reste étant financé par des contributions des membres en échange de droits d'occupation négociables. Dans ce système, un propriétaire souhaitant louer ou sous-louer son appartement est assujéti à des restrictions strictes puisque la coopérative de propriétaires dispose d'un droit de véto. L'autre spécificité de la Suède concerne le secteur locatif, lequel se caractérise par une forte proportion de logements locatifs publics et un encadrement relativement strict des loyers. Par ailleurs, il était jusqu'ici très difficile d'acquérir un appartement à des fins locatives, ce qui contribuait à restreindre l'offre de logements proposés à la location.

Encadré 2.1. Principales caractéristiques du marché du logement et réformes conduites récemment

Structure du marché du logement

Le marché suédois du logement, qui représentait 4.5 millions d'habitations en 2010 est divisé en quatre catégories : les logements individuels occupés par leur propriétaire et les coopératives de propriétaires-locataires, qui représentent respectivement 41 % et 20 % du total, et les logements locatifs publics et privés, dont la part ressort respectivement à 22 % et 17 % du total. La popularité croissante des coopératives de propriétaires-locataires a alimenté l'augmentation des taux d'occupation des logements par leurs propriétaires, la proportion de propriétaires de logements atteignant 61 % en 2010, contre 53 % en 2007. La diminution la plus forte entre 2007 et 2010 a été observée dans les logements locatifs privés, qui représentaient 29 % du total des logements en 2007, tandis que les logements locatifs publics n'ont reculé que de deux points de pourcentage sur la même période.

Réglementation des loyers

La réglementation des loyers, instaurée dans les années 40 pour éviter des augmentations iniques des loyers, a été assouplie depuis lors. Jusqu'à une époque récente, le prix des loyers était déterminé au terme d'un processus de négociation collective réunissant les associations de locataires et les sociétés municipales de logement qui fixaient un plafond applicable à l'ensemble du marché locatif. En 2005, la Fédération suédoise de la propriété a déposé une plainte auprès de l'Union européenne (UE), arguant que les sociétés municipales de logement reçoivent des aides de l'État qui sont illicites du fait qu'elles bénéficient implicitement de garanties de crédit de la part des leurs municipalités respectives et peuvent dès lors pratiquer des loyers inférieurs aux prix du marché. Cette plainte a été jugée recevable par l'UE et en janvier 2011, la réglementation des loyers a été revue de sorte que les négociations ont lieu désormais séparément entre les associations locales de locataires d'une part et les sociétés de logement publiques et privées d'autre part.

Réformes conduites récemment et propositions de réformes futures

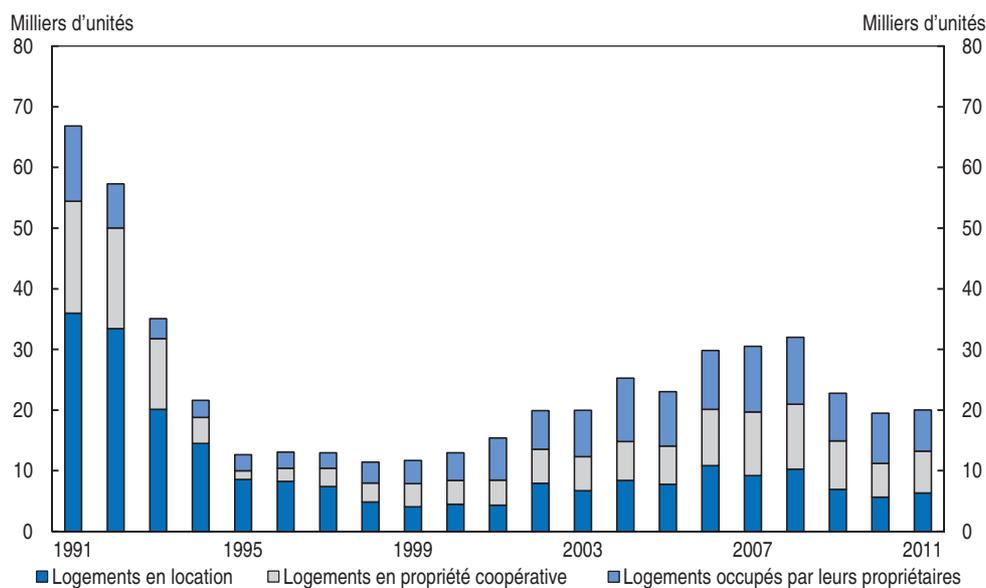
La réalisation d'une enquête visant à examiner comment améliorer durablement les conditions régissant l'investissement dans des logements locatifs et la gestion de tels logements a été annoncée dans le projet de loi de finances « de printemps » 2012. Dans le projet de loi de finances pour 2013, des mesures destinées à stimuler la construction de logements et à améliorer l'utilisation du parc de logements existant ont également été annoncées. Les nouvelles dispositions visant à assouplir certaines des restrictions pesant sur la détermination des loyers portent sur les règles relatives au droit des coopératives de propriétaires de mettre un veto à la sous-location d'un logement, aux délais de préavis et aux droits du locataire après l'expiration du contrat de location. En outre, un relèvement de la déduction standard dont bénéficient les propriétaires louant leur propre logement, portée à 40 000 SEK par an, un allongement de la durée pendant laquelle les loyers ne sont pas soumis à un examen par le tribunal régional des baux (qui assure la médiation pour tous les litiges en matière de bail, de sous-location et de mutation) et un assouplissement des mesures limitant la mise en location des appartements détenus en propre sont les mesures proposées pour accroître l'offre de logements locatifs. Parmi les dispositions envisagées dans le projet de loi de finances pour 2013 pour dynamiser la construction de logements, figurent une réduction de la taxe foncière municipale appliquée aux logements locatifs, l'allongement à 15 ans de la durée d'application de cette réduction aux nouveaux logements résidentiels et l'allongement à 15 ans de la période autorisée pour l'application de loyers du marché aux logements neufs.

Ces spécificités ont été à l'origine d'un certain nombre de difficultés :

- Parce que les loyers ne sont pas conformes aux coûts, le rendement de la construction de nouveaux logements locatifs est faible, en particulier dans les zones en proie à une forte expansion où les prix des terrains et le coût de la construction sont élevés. Cette situation neutralise toute possibilité d'adaptation de l'offre aux fluctuations de la demande et bride la construction de logements locatifs (Lind, 2003). Le fait que les loyers réels sont inférieurs aux loyers d'équilibre du marché, en particulier dans les quartiers attractifs des grandes villes, a encouragé les propriétaires à vendre à des coopératives d'habitation, ce qui a entraîné une augmentation des transferts d'appartements de location à des coopératives de propriétaires-locataires (Johansson, 2006). C'est pour cette raison que la part des logements locatifs a diminué et que celle des coopératives de propriétaires-locataires a progressé ces vingt dernières années (graphique 2.5). Le faible niveau des impôts fonciers appliqués aux propriétaires a également favorisé cette tendance (Fastighetsägarna et al., 2010). Ces évolutions ont abouti à des problèmes de ségrégation dans la mesure où ce sont les familles à revenu élevé qui peuvent plus facilement se permettre d'acquérir des appartements en propriété coopérative (Magnusson and Turner, 2008).
- Les loyers sont fondés sur le coût historique, lui-même dépendant des frais de gestion et d'entretien ainsi que de l'âge des bâtiments, la localisation géographique ne jouant qu'un rôle mineur dans le calcul. Cette situation n'incite guère à développer le logement locatif dans les zones où il est le plus demandé, ce qui risque de peser sur la mobilité de la main-d'œuvre.
- La concomitance d'une demande forte et d'une offre basse dans les quartiers recherchés a créé des listes d'attente sources d'inefficiences ainsi qu'un marché noir (Ball, 2012). Le système manque de transparence et dans certaines municipalités, l'attribution des logements locatifs est fonction du délai d'attente ou de critères plus vagues, comme l'adéquation de l'appartement au profil du locataire. Pour l'attribution des appartements vacants, les sociétés de logement privées peuvent appliquer leurs propres critères concernant le rapport loyer-revenu, le nombre de personnes ou d'enfants au sein du foyer, critères qui peuvent être restrictifs et discriminatoires. Les locataires ont aussi juridiquement le droit d'échanger leurs baux avec d'autres, ce qui crée un second marché et allonge encore le délai d'attente d'un bail régulier.

Dans l'ensemble, le cadre réglementant les locations a sans doute été à l'origine d'attributions non équitables. De fait, il favorise les locataires déjà installés, au détriment des nouveaux arrivants (Wahlström, 2011). De plus, les occupants d'appartements à loyer encadré situés dans des quartiers attractifs sont généralement des personnes nées en Suède de parents suédois et elles ont souvent des revenus plus élevés que les personnes occupant des appartements à loyer encadré situés dans des emplacements moins attractifs (Brogren et Fridell, 2006). Néanmoins, aucune étude n'a fait apparaître de lien direct entre ségrégation et réglementation des loyers (Lind et Hellström, 2003).

Des progrès ont été accomplis dans la recherche de solutions pour remédier aux pénuries sur le marché du logement (encadré 2.1). Les loyers fixés par les sociétés publiques de logement ne sont plus la référence pour l'ensemble des loyers et des négociations séparées entre les associations locales de locataires et les sociétés de logement privées sont organisées. Ces mesures devraient concourir à l'alignement des loyers sur les paramètres fondamentaux du marché. En conséquence, le nombre de

Graphique 2.5. **Mises en chantier de logements ventilées par régime de propriété**

Source : Statistiques Suède.

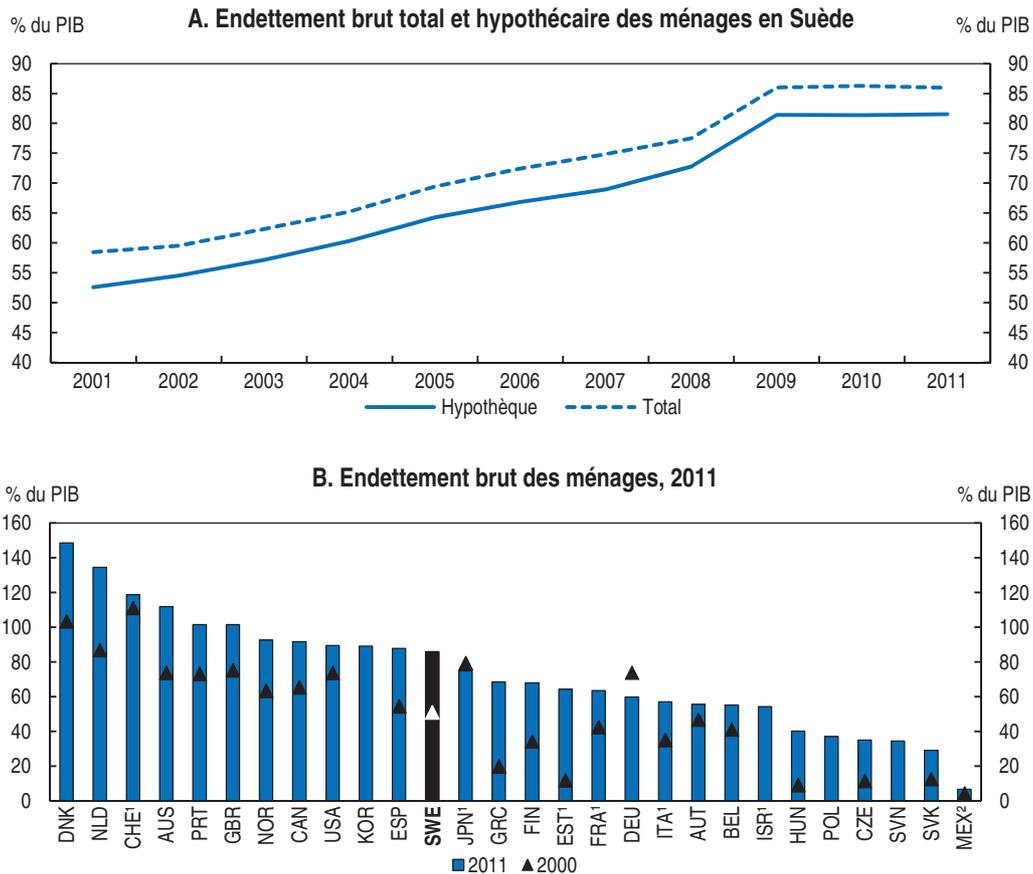
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757390>

sociétés de logement privées a légèrement augmenté au fur et à mesure de l'entrée sur le marché locatif de fonds de pension privés et de promoteurs immobiliers. Cette évolution n'a toutefois pas encore eu d'incidence sur les prix de logements en partie parce que l'application stricte des règles de saisine des tribunaux des baux a fait obstacle la hausse des loyers. La législation autorisant la construction de logements privés a été adoptée en 2009 : elle était censée contribuer à élargir le marché locatif puisque les propriétaires se sont vu octroyer la possibilité de louer ces logements. En janvier 2012 cependant, on ne dénombrait à Stockholm que quatre résidences de ce type, ce qui donne à penser que cette mesure n'a eu jusqu'ici que peu d'effets sur le problème persistant de la pénurie d'offre de logements locatifs. Les dispositions prévues dans le projet de loi de finances pour 2013 concourront à accroître l'offre de logements locatifs et augurent d'une avancée dont il convient de se féliciter vers l'apaisement des tensions sur le marché locatif. Il conviendrait néanmoins d'éliminer progressivement toutes les restrictions qui subsistent, notamment celles auxquelles est assujéti un propriétaire souhaitant louer un appartement ou une personne souhaitant acquérir un appartement pour le louer. L'effort engagé pour supprimer l'encadrement des loyers et aligner les loyers sur la valeur de marché devrait également être poursuivi.

Le niveau élevé de l'endettement des ménages et des entreprises est source de vulnérabilités

Ces vingt dernières années, l'endettement des ménages n'a cessé de s'alourdir pour atteindre des niveaux historiquement élevés, soit 174 % du revenu disponible et 84 % du PIB en 2011 (graphique 2.6). L'endettement élevé du secteur privé suédois a en outre été signalé comme un facteur de vulnérabilité dans le Rapport de la Commission européenne sur le mécanisme d'alerte publié en 2011. L'endettement peut contribuer à lisser les fluctuations de la consommation et de l'investissement des ménages, des entreprises et du secteur public, à améliorer l'efficacité de l'affectation du capital et à atténuer l'instabilité

Graphique 2.6. Dette des ménages



1. 2010.

2. 2009.

Source : OCDE, Base de données analytique.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757409>

macroéconomique (Levine, 2005). Cependant, des niveaux d'endettement élevés peuvent avoir des répercussions négatives sur l'économie tant à court qu'à long terme.

Face à une crise, les ménages lourdement endettés peuvent en effet restreindre leur consommation et accroître leur épargne, aggravant ainsi le ralentissement économique (Bouis et al., 2012; encadré 2.2). Une analyse des crises antérieures montre que les

Encadré 2.2. Consommation et patrimoine

Les évolutions du patrimoine immobilier d'habitation et de la consommation privée sont étroitement liées, en partie en raison de l'assouplissement des conditions d'emprunt pour les ménages dans un contexte d'accroissement du patrimoine immobilier d'habitation. Le niveau élevé des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages rend l'économie suédoise vulnérable aux chocs. Un modèle de correction d'erreurs est utilisé pour évaluer l'impact de la hausse du patrimoine brut et net des ménages sur la consommation, privée. Sur le long terme, l'évolution de la consommation est étroitement liée aux évolutions du revenu et du patrimoine. La consommation dévie à court terme de cet équilibre à long terme, mais aura tendance à revenir progressivement à l'équilibre au fil du temps.

Encadré 2.2. **Consommation et patrimoine (suite)**Tableau 2.1. **Impact à court et à long terme du patrimoine sur la consommation^{1, 2}**

	2001T1-2011T3				1982T1-2011T3			
	Long terme		Court terme		Long terme		Court terme	
	En C	MPC ³	Δ En C		En C	MPC ³	Δ En C	
En Y	0.49 (12.40)	0.56	Δ En Y	0.16 (2.28)	En Y	0.57 0.51 (9.67)	Δ En Y	0.16 (3.66)
En NFW	0.11 (3.75)	0.08	Δ En NFW	0.11 (3.37)	En GFW	0.12 0.00 (0.06)	Δ En GFW	0.14 (5.69)
En NHW	0.11 (4.91)	0.03	Δ En NHW	0.06 (2.11)	En GHW	0 0.19 (25.67)	Δ En GHW	0.07 (4.18)
Constant	11.16 (12.39)		Constant	0.00 (2.20)	Constant	10.95 (9.12)	Constant	0.00 (2.56)
			ε	-0.42 (-3.35)			ε	-0.13 (-3.62)
R²	0.99		R²	0.45	R²	0.99	R²	0.42

1. Δ indique des différences de premier ordre ; les valeurs t sont indiquées entre parenthèses. C = consommation privée réelle. Y = revenu disponible net réel des ménages (hors revenu du patrimoine). NHW = patrimoine immobilier réel net (actifs immobiliers nets des prêts hypothécaires des ménages). GHW = patrimoine immobilier réel brut. GFW = patrimoine financier réel brut et E = terme d'erreur.
2. Il y a une rupture dans la série de données concernant les prêts hypothécaires en 2001, car avant cette date, les données concernent uniquement les prêts hypothécaires consentis par des établissements de prêt hypothécaire et non pas par des banques. Les définitions des patrimoines financier et immobilier nets ne peuvent être utilisées que pour la période 2001 T1-2011 T3, tandis que pour la période 1982 T1-2011 T3, ce sont les définitions des patrimoines financier et immobilier bruts qui sont utilisées.
3. La propension marginale à consommer (MPC) le patrimoine immobilier net varie au fil du temps, mais sa valeur actuelle peut être calculée comme le produit de l'élasticité de la consommation par rapport au patrimoine immobilier et de la consommation privée rapportée au patrimoine immobilier net à la fin de la période considérée. La faible propension marginale à consommer le revenu disponible des ménages est en partie due au fait que ce dernier est fortement corrélé à leur patrimoine. Si l'on ne tient pas compte de la variable que représente le patrimoine immobilier ou financier, on obtient un coefficient plus élevé par rapport au revenu disponible net réel. D'autres études mettent également en évidence une faible propension marginale à consommer le revenu disponible des ménages (Chen, 2006).

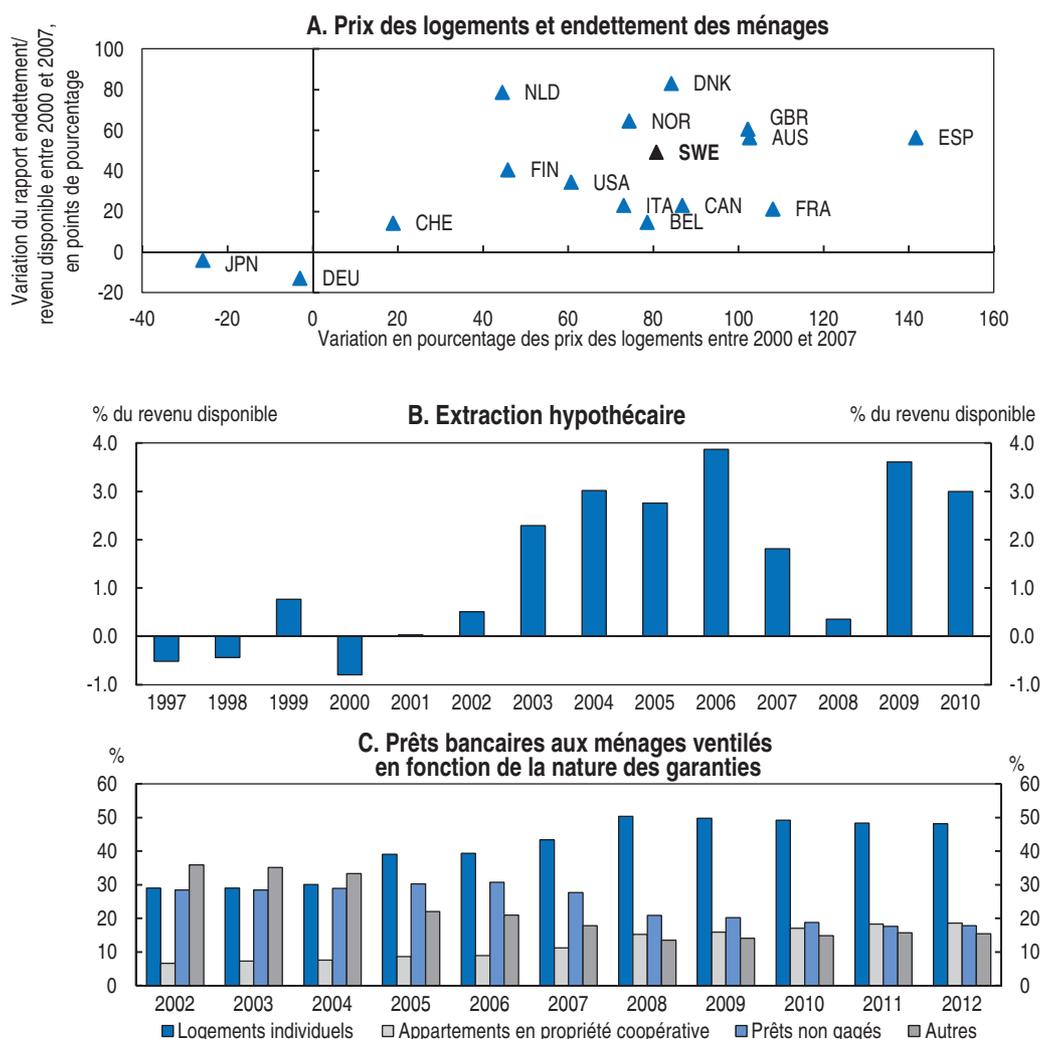
Selon des régressions à partir de la période considérée commençant au 1^{er} trimestre de 2001 présentée dans le tableau 2.1, la propension marginale à consommer le patrimoine immobilier net dans le long terme, s'établissant à 0.1, est élevée en Suède par comparaison avec un grand nombre d'autres pays (Catte et al., 2004; André and Garcia, 2012). La propension marginale à consommer le patrimoine financier net dans le long terme est de 0.03, ce qui est plus conforme aux chiffres d'autres pays. À l'instar d'autres pays, la Suède affiche des résultats qui donnent donc à penser que la consommation des ménages est nettement moins sensible aux variations du patrimoine financier qu'à celles du patrimoine immobilier. Ce constat corrobore les conclusions de quelques autres études consacrées aux liens existant en Suède entre la consommation et les différents types de patrimoine et portant sur différentes périodes (Barot, 2007 ; Guo et Unal, 2011). Une des explications possibles pourrait être que les hausses de la valeur des actifs immobiliers sont perçues par les ménages comme plus durables (Bostic et al., 2009). En outre, l'effet de la montée des prix des logements sur la consommation est amplifié par l'utilisation de l'extraction hypothécaire. Toutefois, lorsque la période considérée commence en 1982, la propension marginale à consommer le patrimoine immobilier brut n'est pas significative. Ce résultat concorde avec ceux obtenus par Berg et Bergström (1995) et Johnsson et Kaplan (1999), ce qui semble indiquer que la période et le modèle choisis produisent des résultats différents en ce qui concerne les liens existant entre patrimoine et consommation, et que l'effet du patrimoine immobilier sur la consommation a pu s'accroître au fil du temps.

situations où un boom de l'immobilier se conjugue à un fort endettement des ménages conduisent à des pertes économiques plus lourdes (FMI, 2012b). Cela pourrait aussi avoir des retombées sur la stabilité financière compte tenu du fait que le système financier est fortement exposé à l'endettement du secteur des ménages, et que la part des hypothèques dans le montant total des prêts aux ménages est passée de 68 % en 2002 à 81 % en 2012. Si l'endettement ne cesse de s'alourdir, il en résultera une hausse de la probabilité de défaillance et la capacité de remboursement deviendra plus vulnérable aux chocs (Cecchetti et al., 2011). Toutefois, si la chute des prix des logements doit se répercuter sur la stabilité financière, il est plus probable que cela tiendra à son impact sur les coûts des banques et l'accès au financement plutôt qu'à des pertes majeures sur les prêts hypothécaires (Janzén et al., 2011). La stabilité financière pourrait également être affectée du fait de la baisse de la demande de logements entraînant pour les banques des pertes sur les prêts consentis aux entreprises (Jönsson et al., 2011).

Malgré les poussées du taux d'épargne observées récemment en réponse à des conditions économiques incertaines, l'endettement des ménages continue de croître de conserve avec le revenu disponible. On n'a constaté ces dernières années aucun mouvement de désendettement bien que l'expansion du crédit ait progressivement ralenti et soit actuellement inférieure à 5 % par an. Pourtant, certains des phénomènes qui contribuent à alimenter l'endettement des ménages se sont inversés ou pourraient s'inverser dans un proche avenir. Les taux des emprunts hypothécaires ont augmenté, une directive relative au plafonnement des quotités des prêts au logement a été introduite (voir ci-après) et les prix des logements ont déjà reculé et pourrait continuer à reculer encore.

Plusieurs facteurs concourent à aggraver l'endettement des ménages. Les réformes budgétaires et un ciblage crédible de l'inflation ont contribué à dynamiser la croissance économique et à conforter la confiance des ménages et des entreprises et, de ce fait, à doper le cours des actions, ce qui a majoré la valeur du patrimoine financier des ménages. Ces derniers ont en conséquence été encouragés à s'endetter davantage. Les innovations financières autorisant les prêts à taux révisables et les prêts remboursables *in fine* ont également contribué à l'explosion du recours à l'emprunt, en particulier parmi les primo-accédants. La part de l'encours de prêt à taux fixe à moins d'un an dans l'encours de prêt total des ménages affecté aux hypothèques est passée de 40 % en 2004 à 66 % en 2011, mais elle a baissée depuis, revenant à 54 % en août 2012. Par ailleurs, les effets de rétroaction entre l'endettement des ménages et les prix des logements sont très puissants. L'envolée des prix de l'immobilier contraint les ménages à emprunter plus pour acquérir un logement. Lorsqu'ils possèdent un logement dont la valeur s'apprécie, les ménages utilisent ce renchérissement de leur patrimoine immobilier comme garantie pour emprunter et dépenser encore plus, comme l'atteste l'essor de l'extraction hypothécaire (graphique 2.7).

L'accroissement du poids de l'endettement des ménages s'accompagne d'une hausse encore plus nette de leurs actifs (510 % du revenu disponible) à l'origine de réserves financières relativement importantes (graphique 2.8). Les actifs des ménages sont trois fois supérieurs à leurs engagements, ce qui donne à penser qu'ils disposent globalement d'un matelas suffisant pour résister aux chocs. Cependant, leurs portefeuilles financiers se composent pour une large part de valeurs mobilières, soumises à des fluctuations erratiques, et de droits à pension et de biens, qui ne sont pas liquides, ce qui rend les ménages vulnérables aux crises.

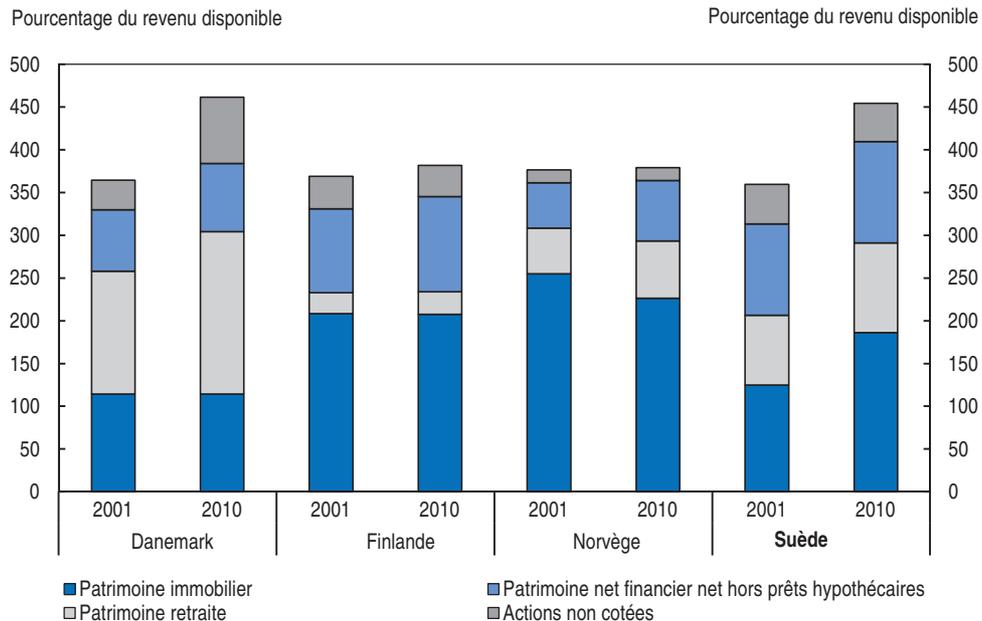
Graphique 2.7. **Marché du logement et endettement des ménages**

Source : Base de données analytique de l'OCDE, Conseil national suédois de garantie du crédit au logement, Riksbank, Statistiques Suède et Financial Market Statistics.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757428>

Plusieurs facteurs atténuent les risques inhérents au poids de l'endettement global des ménages. La majeure partie de l'encours de la dette est imputable aux ménages ayant un patrimoine et un revenu élevé : en 2007, les 20 % de ménages percevant les revenus les plus élevés détenaient 57 % de l'encours de la dette et 44 % des actifs. Les emprunts hypothécaires sont également contractés principalement par des ménages à revenu élevé puisque les 20 % de ménages bénéficiant de hauts revenus détenaient 60 % de l'encours total de prêts hypothécaires alors que les 20 % de ménages classés dans les bas revenus n'en détenaient que 3 %. Le système de protection sociale et la présence d'un grand nombre de familles percevant deux revenus sont des remparts qui protègent la capacité des ménages d'assurer le service de leur dette pendant les périodes de chômage. La loi suédoise sur les faillites prévoit que l'emprunteur est responsable de ses dettes sur l'ensemble de ses actifs, ce qui réduit le risque de défaut de l'emprunteur (Andersson et Lindh, 2011). Dans l'ensemble, les critères d'octroi de prêts ont été stricts, les banques s'étant montrées vigilantes après la crise des années 90, et les marchés des obligations

Graphique 2.8. Actifs des ménages

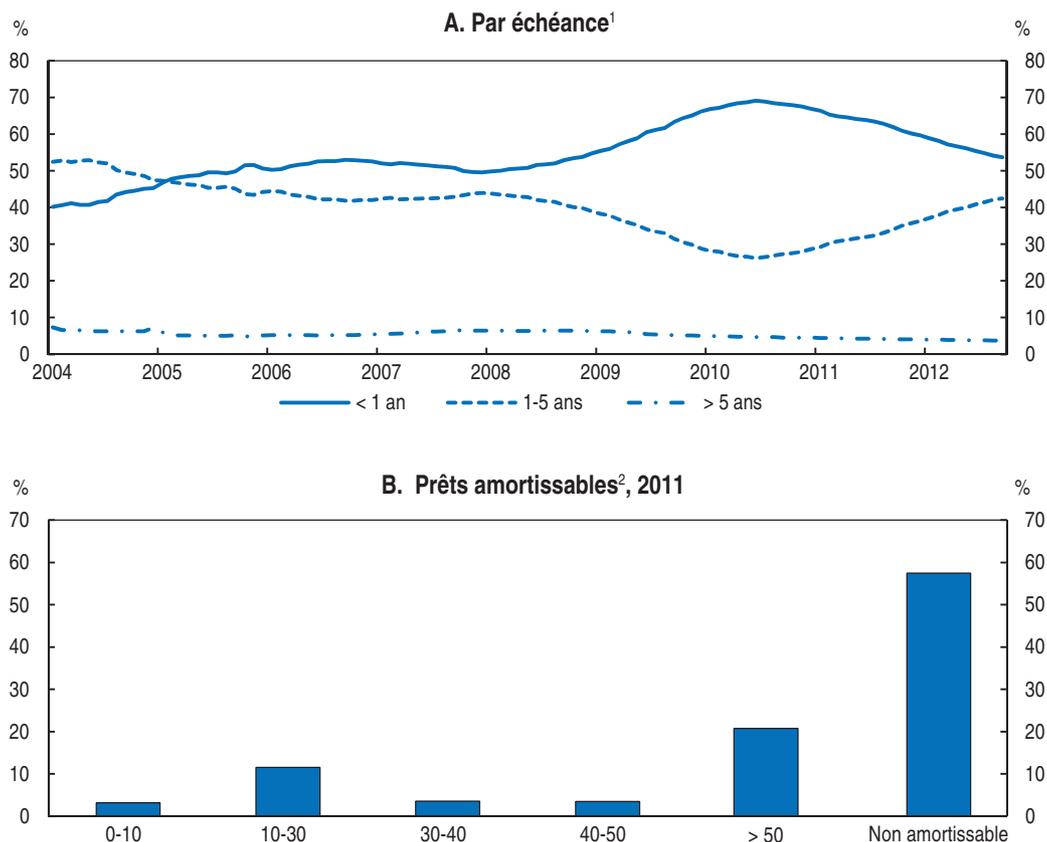


Source : Banque nationale du Danemark.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757447>

sécurisées utilisés pour financer les crédits hypothécaires sont résistants. Enfin, à la différence d'autres pays se caractérisant par un niveau élevé des prix de l'immobilier, la Suède a réussi, grâce à une réglementation rigoureuse du marché locatif et à des facteurs structurels restreignant l'offre de logement, à contenir l'exubérance des marchés des acquisitions immobilières à visée locative et l'explosion des prêts aux conditions du marché et, partant, à prévenir la formation d'une bulle spéculative des prix des logements.

Malgré la présence de volants de sécurité au niveau global, sur le plan individuel, les ménages sont néanmoins toujours exposés à des risques. L'aggravation de l'endettement, le recours très répandu à des prêts à taux révisables et prêts *in fine* observés au cours de la dernière décennie les rend plus sensibles aux variations des taux d'intérêt et aux chocs sur les marchés du travail et du logement (graphique 2.9). Entre 2009 et 2011, la part des prêts à remboursement *in fine* s'est accrue de 6 points de pourcentage pour atteindre 65 % tandis que le délai moyen réel de remboursement s'est allongé de quatre ans pour atteindre 70 ans. Les tests de résistance effectués par les autorités de surveillance financière invitent généralement à considérer que la plupart des ménages seraient en mesure de rembourser leurs prêts même en cas de crise très grave. Les prêts aux ménages devenus improductifs feraient cependant subir des pertes au système financier car les banques sont fortement exposées à ce risque (Riksbank, 2012 ; Autorité suédoise de surveillance financière, 2012). En outre, les événements survenus récemment au niveau international ont montré les limites des tests de résistance liées au fait que ceux-ci reposent sur des hypothèses correspondant à des pertes sur prêts constatées en des temps moins troublés et qu'ils ne prennent pas pleinement en compte les mécanismes de rétroaction entre les différents secteurs de l'économie, ni les interactions entre différents types de chocs (voir ci-après). Pour cette raison, la Riksbank essaie d'améliorer ses tests de résistance afin de pouvoir mieux saisir les incertitudes qui entourent les estimations de paramètres.

Graphique 2.9. **Types de prêts, en pourcentage du montant total des prêts hypothécaires**

1. Diagramme A : Part de l'encours des prêts hypothécaires en fonction de la durée originale à taux fixe. Par exemple, la part des hypothèques assorties d'une durée originale à taux fixe inférieure à un an ont atteint le niveau record de 69 % en juin 2010.

2. Diagramme B : Part des emprunts nouveaux en fonction de leur durée d'amortissement, en années. Par exemple, en 2011, 20,7 % des nouveaux emprunts contractés pendant la période considérée avaient une durée d'amortissement supérieure à 50 ans. Échantillon aléatoire constitué à partir de la publication de l'Autorité suédoise de surveillance financière intitulée *Swedish Mortgage Markets* (2012).

Source : Riksbank, Statistiques Suède, *Financial Market Statistics* et Autorité suédoise de surveillance financière.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757466>

L'intensification de la concurrence sur le marché du crédit hypothécaire, le niveau élevé des prix de l'immobilier et la faiblesse des taux d'intérêt ont entraîné une augmentation constante des quotités des prêts au logement. Les quotités élevées sont plus fréquentes parmi les ménages plus vulnérables à bas revenus qui sont plus sensibles aux chocs de taux d'intérêt. Dans ce contexte, l'Autorité suédoise de surveillance financière a introduit une directive limitant à 85 % la quotité des nouveaux prêts au logement et autorisé un allongement de la durée des prêts en cours garantis par des biens immobiliers à compter d'octobre 2010.

L'impact de la directive relative au plafonnement des quotités de financement est incertain. Selon une étude réalisée en 2011 par l'Autorité suédoise de surveillance financière, les quotités des nouveaux prêts ont baissé pour la première fois depuis 2002. Seulement 9 % des nouveaux prêts hypothécaires avaient une quotité de plus de 85 % – soit un recul de 50 % par rapport à l'étude conduite en 2009, et 14 % avaient une quotité d'exactly 85 %, ce qui donne à penser que le plafonnement a eu les effets escomptés.

Avec l'adoption du plafonnement des quotités, le volume des prêts non gagés a légèrement augmenté, mais il reste modeste. Par ailleurs, il est possible de contourner le plafonnement des quotités et il est préférable, pour réduire les risques pesant sur les ménages, de recourir davantage aux prêts hypothécaires à taux fixe et aux prêts amortissables. Il est possible d'échapper au plafonnement des quotités en se tournant vers des prêts assortis de sûretés autres que des biens immobiliers ou en recourant aux prêts non gagés (Bryant et al., 2011). Il convient en conséquence de suivre de près les effets du plafonnement des quotités de prêts ainsi que les profils des ménages ayant recours à des prêts à taux révisables et à des prêts *in fine*. L'étude actuellement menée par l'Autorité suédoise de surveillance financière, consacrée à l'amortissement des prêts, marque une avancée dont il y a lieu de se féliciter. Les banques suédoises appliquent déjà, dans le cadre de leurs procédures standard, des conditions de prêt très strictes qui sont contrôlées par l'Autorité suédoise de surveillance financière. En outre, les autorités de surveillance devraient envisager de prendre des mesures visant à garantir la qualité des pratiques d'octroi des prêts à taux révisables et des prêts *in fine*. On pourrait par exemple contraindre les emprunteurs sollicitant de tels prêts à prouver qu'ils pourraient contracter un prêt équivalent à taux fixe ou classiquement amortissable.

L'endettement des entreprises en données consolidées ressortait à 139 % du PIB en 2010, soit plus du double de celui observé dans le reste de l'Union européenne. Ce phénomène est attribuable dans une certaine mesure au nombre important d'entreprises multinationales opérant en Suède et dont la dette n'est pas directement liée à l'économie suédoise (Commission européenne, 2012b). Cela tient en partie au fait que nombre de grandes entreprises multinationales, profitant de la déductibilité des intérêts autorisée par le Code suédois des impôts, prêtent à leur sociétés affiliées implantées en Suède pour financer des opérations effectuées en dehors de ce pays (Blomber et al., 2012). En revanche, les ratios d'endettement (53 % en données consolidées et 83 % en données non consolidées) sont inférieurs à la moyenne de l'UE et le ratio dette/fonds propres a baissé, revenant de 2.2 en 2000 à 1.7 en 2010. Néanmoins, le niveau élevé de l'endettement des entreprises par rapport à la taille de l'économie suédoise doit être surveillé de près.

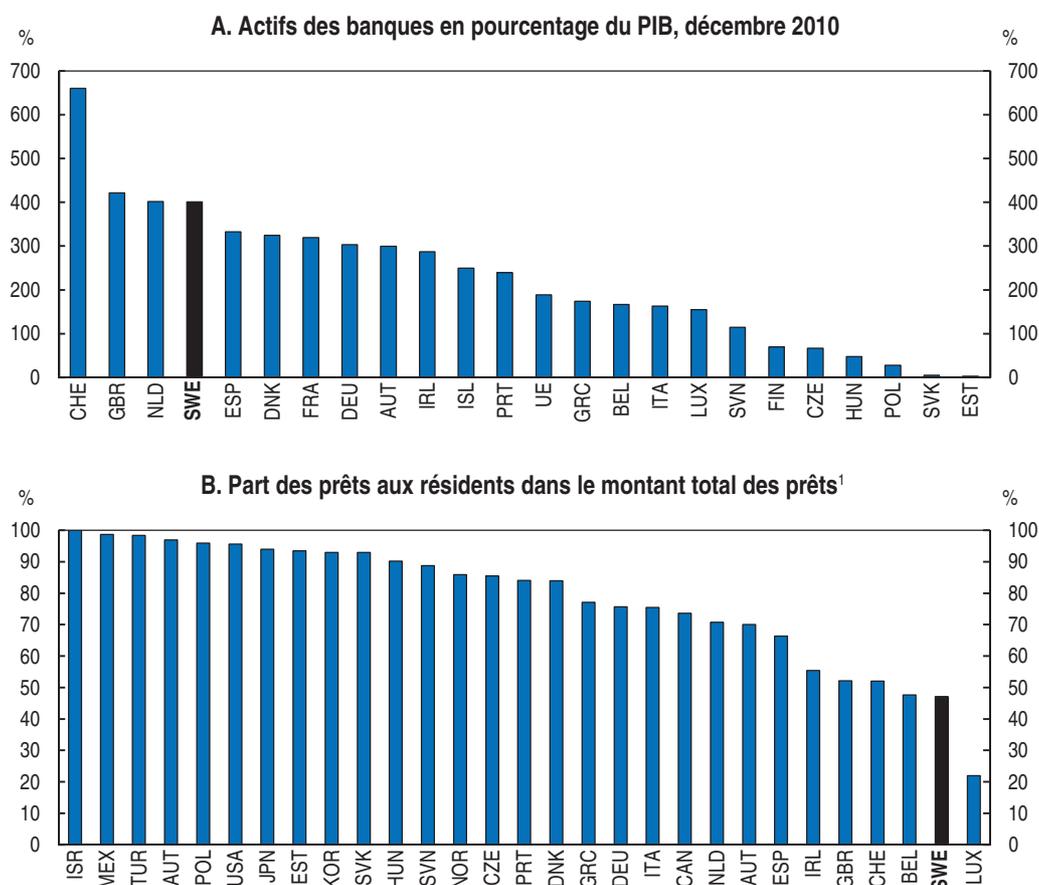
Faire face aux risques potentiels dans le secteur bancaire

La stabilité financière est capitale pour que la croissance soit résistante et durable. De fait, les difficultés financières ont des répercussions sur les citoyens en leur qualité de contribuables, si l'État décide d'utiliser ses ressources pour renflouer certains pans du système financier, en leur qualité d'emprunteurs, si les coûts de l'emprunt grimpent, et en leur qualité de travailleurs, si la croissance économique est atteinte et si les circuits de prêt et d'investissement sont perturbés. Bien que le secteur financier suédois ait été touché par la crise de 2008, à cause de l'assèchement des marchés du financement et de la hausse des coûts de l'emprunt, mais aussi de son exposition au risque d'un séisme provoqué par la crise financière dans les pays baltes (OCDE, 2011), il s'est relativement bien comporté grâce à la réaction ferme des autorités, à sa faible exposition aux actifs toxiques et au fait que les prix des logements ont résisté. Certains risques subsistent cependant en raison de la nature et de la structure mêmes du système bancaire, de déséquilibres intérieurs et de l'organisation institutionnelle.

Le système bancaire est vaste et concentré

Le total des actifs du système bancaire suédois représente quatre fois le PIB suédois (graphique 2.10, panneau A). La garantie implicite de la dette du système bancaire réduit les coûts de financement des banques suédoises et pourrait les inciter à prendre des risques excessifs et à imposer par là même des engagements éventuels plus lourds aux pouvoirs publics (Schich et Lindh, 2012; FMI, 2012a). L'étroitesse des liens entre certaines banques et des entreprises non financières, et les activités de prêts qui en découlent ajoutent encore à ces risques, même si des mesures ont été prises pour limiter ces prêts (FMI, 2011). De plus, le système bancaire est très concentré et dominé par quatre grandes banques qui sont tributaires d'un petit nombre de gros clients (encadré 2.3). Celles-ci s'adjugent les trois quarts des dépôts et des crédits à l'économie nationale, ce qui leur confère une importance systémique sur le plan intérieur. Enfin, elles sont liées les unes aux autres par les dépôts interbancaires, ce qui crée un risque de contagion.

Graphique 2.10. Taille du système bancaire



1. 2011-T4 ou dernière année disponible.

Source : Riksbank (2012), *Financial Stability Report 2012* :1, Stockholm et FMI, *Indicateurs de solidité financière*.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757485>

Une autre caractéristique des grandes banques suédoises réside dans leur rôle de plaques tournantes régionales. Les créances étrangères représentaient au total 164 % du PIB en mars 2012 (BRI, 2012), la part des prêts consentis à des non-résidents étant

relativement élevée (graphique 2.10, panneau B). L'exposition des banques aux risques liés à la crise financière dans les pays baltes a été l'une des raisons majeures pour lesquelles les autorités sont intervenues dans le système financier pendant la crise récente (Cour des comptes suédoise, 2011 ; voir également le chapitre consacré au système financier de l'*Étude économique* de 2011). Même si la menace a perdu de l'intensité, elle n'a pas totalement disparu (Riksbank, 2011b). L'Autorité suédoise de surveillance financière attire également l'attention sur les risques de contagion à partir des pays de l'UE. L'une des raisons à l'origine des difficultés liées à l'exposition des banques aux risques nés de la crise financière dans les pays baltes a été que la réglementation n'a pas suivi le rythme de l'expansion des activités des banques en dehors du pays. Depuis lors, beaucoup a été fait pour améliorer la réglementation des activités bancaires transnationales. Au niveau de l'UE, la coopération entre les pays d'origine et de destination a été facilitée par l'instauration de collèges d'autorités de surveillance et l'Autorité bancaire européenne a pour mandat de jouer un rôle de médiateur entre les pays d'origine et de destination. On ne dispose cependant pas encore d'outils ou d'institutions totalement efficaces de gestion et de résolution des crises internationales, ce qui génère une incertitude potentiellement source de coûts élevés (OCDE, 2012a). Le renforcement de la coordination de la surveillance financière transnationale devrait se poursuivre dans le cadre du Mémorandum d'accord entre les pays nordiques et les pays baltes.

Encadré 2.3. Les quatre grandes banques suédoises sont organisées différemment

Handelsbanken, Nordea, SEB et Swedbank se sont adjugé environ 75 % du montant total des dépôts et des prêts en 2011. Nordea dépend plus que les autres de sources de financement autres que les dépôts et est la plus exposée en dehors de la Suède. Swedbank est la banque qui totalise la plus forte proportion de crédits hypothécaires dans son portefeuille de prêts (tableau 2.2). Ces différences dans les modes d'organisation de leurs activités rendent d'autant plus importante l'observation de toute une série d'indicateurs pour évaluer la santé des banques.

Tableau 2.2. **Caractéristiques des grandes banques suédoises, à la fin de 2011**

	Handelsbanken	Nordea	SEB	Swedbank
<i>Total des actifs en % du PIB</i>	70.3	185.1	67.6	53.2
<i>Part du passif total (%)</i>				
Dépôts	29.5	26.5	36.5	30.2
Titres de créance	46.5	25.1	25.0	42.1
Autres	24.0	48.3	38.6	27.7
<i>Part du montant total des prêts</i>				
Prêts hypothécaires	36.5	36.2	31.6	53.9
Autres prêts	8.2	9.2	3.8	3.2
Prêts aux entreprises	55.3	54.6	64.6	42.9
<i>Exposition géographique (%)</i>				
Suède	71.0	23.3	67.1	86.3
Pays nordiques	20.4	71.3	6.6	10.2
Pays baltes	0.0	2.1	7.5	2.5
Autres	8.6	3.3	18.8	1.0

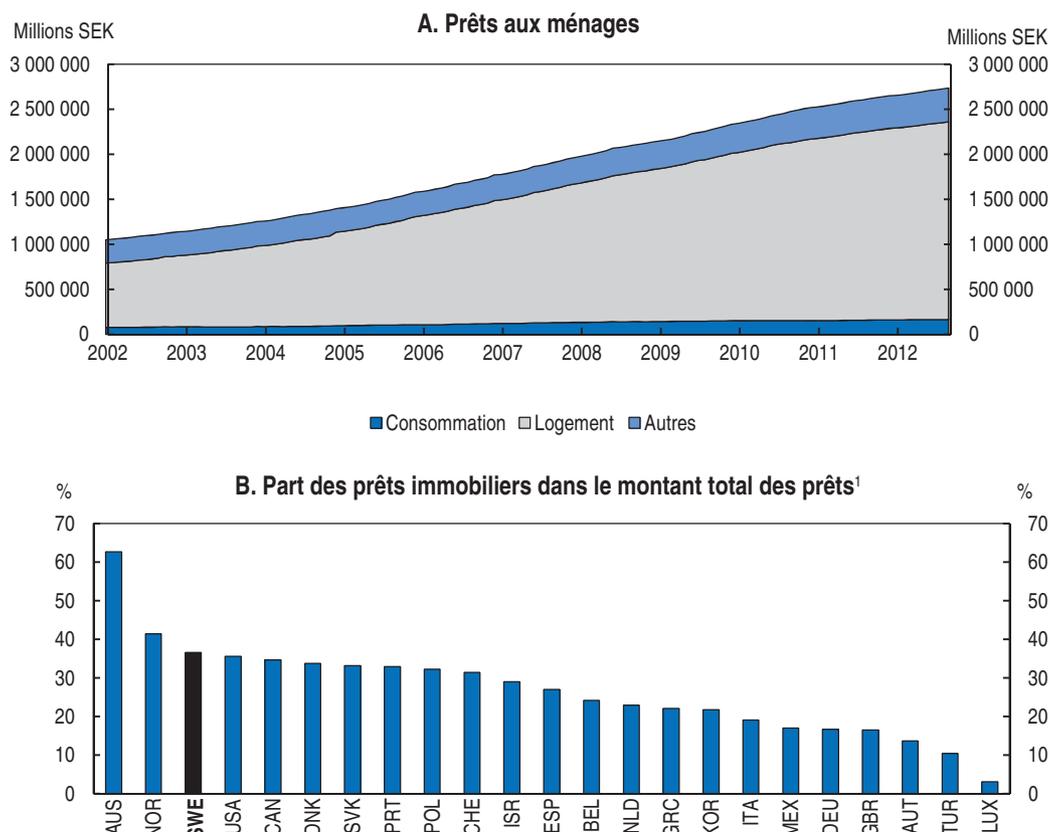
Source : Rapports annuels des banques.

Les outils de la surveillance financière peuvent être encore renforcés

Les banques suédoises sont bien capitalisées aussi bien à l'aune des normes internationales que par rapport à la situation qui régnait en 2008. Depuis lors, les ratios de fonds propres ont été gonflés sous l'effet de l'accroissement des bénéfices, de l'émission de droits de souscription et d'un déclin des prêts aux entreprises au profit des prêts hypothécaires, lesquels sont affectés d'une moindre pondération des risques. Les ratios de fonds propres de base des quatre plus grandes banques s'échelonnent déjà de 12 à 18 % des actifs pondérés en fonction des risques (selon la méthodologie de l'Accord Bâle II), ce qui est bien supérieur aux normes minimales prévues par l'Accord Bâle III. Cela étant, les ratios globaux d'endettement de certaines banques signifient que la capitalisation est moins forte, bien que l'écart exact par rapport à la norme dépende de la définition des fonds propres utilisée (Riksbank, 2012b ; Blundill-Wignall et Roulet, 2012 ; FMI, 2012a). Il convient de saluer la décision des autorités d'appliquer progressivement aux grandes banques, à compter de 2013 puis 2015, des exigences de fonds propres plus strictes qu'envisagé dans l'Accord Bâle III, ainsi que l'exigence prochaine de constitution de fonds propres contracycliques. Néanmoins, se reposer uniquement sur les ratios de fonds propres, fondés sur les actifs pondérés en fonction des risques, ne suffit pas car les banques peuvent toujours ajuster la composition de leurs actifs de façon à réduire le montant des fonds propres requis. Alors que les discussions relatives à la mise en place d'un ratio d'endettement se poursuivent au niveau de l'UE, les autorités devraient envisager d'imposer un ratio global d'endettement (capital rapport au total des actifs non pondérés en fonction des risques) en complément des mesures des fonds propres pondérés en fonction des risques.

Le relèvement des ratios de fonds propres a des avantages, mais aussi un coût. Il atténue la prise de risques et la probabilité d'une crise. Néanmoins, il peut aussi porter atteinte à la rentabilité et à la compétitivité des banques à court terme, ce qui pourrait se traduire par une hausse des taux de prêt et une contraction du volume des prêts. En Suède, certains des coûts des nouvelles réglementations ont déjà été répercutés sur les clients des banques, comme l'atteste l'élargissement observé depuis peu de l'écart entre le taux des prises en pension et les taux révisables appliqués aux prêts hypothécaires consentis par les banques. Les banques ont toutefois également concentré leur effort sur l'accroissement des bénéfices en abaissant les coûts et, les risques diminuant, le taux de rendement de leurs placements en fonds propres attendu par les actionnaires pourrait lui aussi baisser. Une étude réalisée récemment par l'OCDE donne à penser que, de façon générale, la perte de PIB cumulée imputable au relèvement des normes de fonds propres et de liquidités est sans doute tout à fait minime (Slovik et Cournède, 2011). Dans le cas de la Suède, les effets du relèvement des exigences de fonds propres sur l'économie réelle devraient être limités, selon les estimations, du fait que les ratios de fonds propres sont déjà élevés (Riksbank, 2011c).

Étoffer la panoplie des instruments permettant de suivre les divers aspects de l'évolution des bilans des banques est un point important pour la prévention des crises. La crise récente a montré que se reposer principalement sur le niveau requis de fonds propres peut entraîner à faire fausse route et a révélé en outre que les banques affichant un faible encours de prêts dépréciés et un niveau élevé de fonds propres peuvent néanmoins se retrouver en proie à des difficultés (White, 2012). L'expansion du crédit et de l'endettement privés est considérée comme un bon signal annonciateur de crises ; or, crédit et endettement ont suivi une pente ascendante ces dix dernières années en Suède jusqu'à

Graphique 2.11. **Expansion du crédit privé**

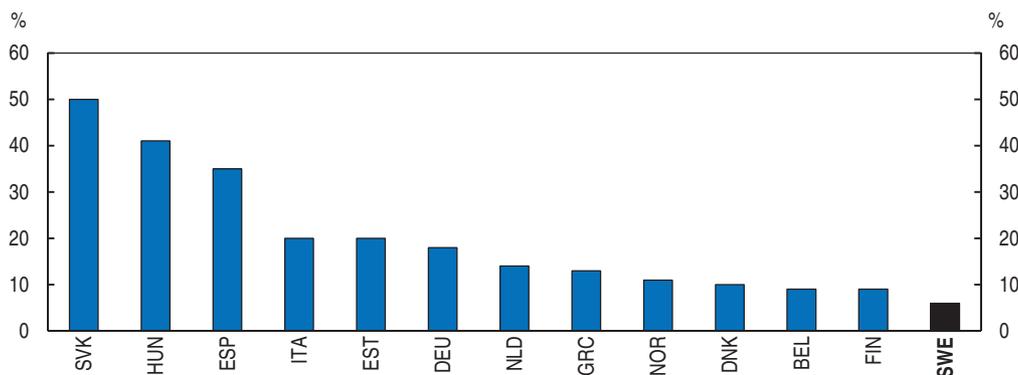
1. 2011-T4 ou dernière année disponible.

Source : Riksbank et Statistiques Suède, *Financial Market Statistics*, et Fonds monétaire international, *Indicateurs de solidité financière*.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757504>

atteindre des niveaux élevés dans un contexte caractérisé par le poids du crédit hypothécaire (Lane et Milesi-Ferretti, 2011 ; Figure 2.11). Il ressort des études qu'un écart à la tendance du rapport crédit/PIB, qu'une déviation de l'expansion du crédit par rapport à sa moyenne à long terme et que les prix de l'immobilier sont de bons signaux d'alerte (Drehman et al., 2010; Repullo et Saurina, 2011). Il est donc important que, lorsqu'elles évaluent les risques, les banques et les autorités de réglementation suivent de près l'expansion du crédit privé et de ses composantes. La Suède pourrait envisager de se doter d'outils similaires à ceux adoptés au Danemark et en Norvège, consistant à fixer des seuils pour certaines variables ayant valeur de signaux d'alerte, comme l'expansion du crédit, et à déclencher automatiquement des mesures dès que ces seuils sont franchis.

Dans le passé, le faible montant des pertes sur prêts immobiliers lié à la présence d'un État-providence puissant, au nombre élevé de ménages comptant deux apporteurs de revenu et au fait que les emprunteurs sont responsables de leur dette sur l'ensemble de leurs actifs, ce qui fait qu'ils sont davantage incités à rembourser, s'est traduit par l'application aux crédits hypothécaires de coefficients de pondération des actifs en fonction des risques comptant parmi les plus bas de ceux utilisés par les banques en Europe (graphique 2.12). Selon l'Accord Bâle II, les banques pouvaient déterminer le montant de leurs actifs pondérés en fonction des risques selon leurs propres modes de

Graphique 2.12. **Pondération des crédits hypothécaires en fonction des risques selon l'Accord Bâle II¹**

1. La pondération en fonction des risques des différents types d'actifs a été déterminée par les banques conformément à leurs propres modèles, à différents moments, dans le respect des règles définies dans l'Accord Bâle II.

Source : Riksbank (2012), *Financial Stability Report 2012:1*, Stockholm.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757523>

calcul (Banque de règlements internationaux, 2005). Or les risques de non-remboursement de prêts découlant du niveau élevé de l'endettement des ménages et des quotités de prêts ne sont pas pleinement pris en compte dans les coefficients de pondération en fonction des risques. L'Autorité suédoise de surveillance financière prévoit de relever les exigences de fonds propres pour les crédits hypothécaires en Suède en imposant un seuil de 15 % sur les coefficients de pondération en fonction des risques. Le relèvement des coefficients de pondération en fonction des risques applicables aux crédits hypothécaires devrait être appliqué dès que possible, en même temps que les réglementations de l'UE relatives aux pondérations, de façon à améliorer la résistance du système financier.

En dépit d'une bonne aptitude à assumer les pertes sur prêts, les banques suédoises sont exposées à des risques de liquidité plus forts que d'autres banques européennes du fait qu'elles s'appuient sur le financement de marché (Riksbank, 2011b). En mai 2012, Moody's a dégradé la note de la dette à long terme de Nordea et Handelsbanken, en partie à cause de leur recours au financement de marché. Parce que les fonds de pension absorbent un large part de l'épargne, le rapport entre crédits et dépôts est élevé en Suède. Les banques suédoises ont amélioré leur matelas de liquidités depuis le début de la crise en augmentant leurs dépôts auprès de la banque centrale et leur portefeuille de titres liquides. Il est important d'évaluer l'exposition aux risques, notamment au risque de liquidité, du système financier pour limiter les fragilités.

Pendant la crise, la Riksbank a augmenté ses réserves de devises étrangères pour apporter un soutien en liquidités en devises étrangères, en particulier en dollars. Bien que les accords d'échange de devises avec la Federal Reserve des États-Unis aient bien fonctionné, il est nécessaire de trouver un moyen de gérer en permanence le risque de liquidités étrangères. Faire en sorte que les banques supportent une partie du coût en imposant des exigences de liquidités en devises étrangères de façon à réduire le financement à court terme en dollars ou en faisant payer une redevance en contrepartie de l'utilisation des réserves en devises étrangères de la Riksbank permettrait de réduire cette vulnérabilité. En conséquence, l'introduction, en janvier 2013, par l'Autorité suédoise de surveillance financière, d'une exigence globale de liquidité nationale comparable au ratio de couverture des liquidités prévu par l'Accord Bâle III (qui permet de s'assurer que les

banques détiennent des actifs liquides de haute qualité en quantité suffisante) doit être saluée. Par ailleurs, les grandes banques devront respecter des exigences de liquidités distinctes en euros et en dollars des États-Unis. Il conviendrait aussi de réduire le décalage d'échéance dans les bilans, supérieur à ce qu'il est dans de nombreuses autres banques européennes, en optant pour des échéances plus longues pour les financements de marché. Les banques doivent par ailleurs se préparer à observer des règles plus strictes sous la forme d'un ratio structurel de liquidité à long terme, ayant vocation à assurer la viabilité de la structure par échéances des actifs et des passifs. En résumé, les autorités de surveillance financière devraient continuer à suivre les progrès réalisés par les banques pour réduire leur dépendance vis-à-vis du financement de marché. L'amélioration de la transparence du système d'information sur les liquidités des banques, préconisée par la Riksbank et prévue dans le nouveau cadre régissant la diffusion d'informations sur les liquidités élaboré par l'Autorité suédoise de surveillance financière, marquera à cet égard un pas en avant.

Il faut renforcer l'organisation institutionnelle et les outils de gestion de la crise

Parce que les crises financières peuvent coûter très cher, la qualité de la réglementation financière et l'efficacité des dispositifs de surveillance sont essentielles. Pendant la crise survenue en 2008, la coopération entre la Riksbank, l'Autorité suédoise de surveillance financière, le Bureau national de la dette (BND) et le ministère des Finances a bien fonctionné (OCDE, 2011). Cependant, comme dans beaucoup d'autres pays, la crise a mis en relief un certain nombre de lacunes que présente depuis longtemps le cadre mis en place pour garantir la stabilité financière. Il n'existait aucune institution ayant compétence pour analyser les risques globaux auxquels était exposé le système financier et disposant des instruments macroprudentiels requis pour réagir. Même si la Riksbank avait exprimé des inquiétudes à propos de l'exposition des banques suédoises aux risques liés à la crise financière dans les pays baltes, elle n'était investie d'aucun mandat et ne disposait d'aucun outil pour y faire face. L'Autorité suédoise de surveillance financière a utilisé l'argument de la protection des consommateurs pour imposer le plafonnement des quotités de prêts afin de dissuader les consommateurs de s'endetter au delà de ce qu'ils pouvaient assumer, mais, parce qu'elle ne pouvait se prévaloir d'aucun mandat en matière de réglementation macroprudentielle, il ne lui a pas été possible de justifier cette mesure en mentionnant des risques de désorganisation du système financier. Bien que les échanges d'informations entre les quatre institutions se soient bien déroulés pendant la crise, ils reposaient sur un arsenal complexe d'arrangements explicites et implicites. La répartition des responsabilités entre le Bureau national de la dette et la Riksbank concernant le soutien en liquidités n'était pas claire. Il importe de remédier aux lacunes constatées pour améliorer la stabilité financière.

Le cadre régissant la surveillance financière – décrit dans l'encadré 2.4 – est en cours d'examen. En février 2011, un Comité de la crise financière (*Finanskriskommittén*) a été créé et chargé de formuler des recommandations sur les mécanismes de résolution des défaillances bancaires, la répartition des responsabilités en matière de réglementation macroprudentielle, le soutien aux liquidités et le financement des fonds de stabilisation et de garantie des dépôts. Elle doit remettre son rapport d'ici mai 2013. Dans l'attente de la publication de ce rapport, la mise en place en janvier 2012, par la Riksbank et l'Autorité suédoise de surveillance financière, d'un conseil pour la coopération sur la politique macroprudentielle est de bon augure. L'autorité macroprudentielle dont la création est à

Encadré 2.4. **Organisation institutionnelle de la surveillance financière et de la gestion des crises**

La gestion des crises fait intervenir quatre grandes institutions et est gouvernée par toute une série de dispositifs explicites et implicites.

- L'Autorité suédoise de surveillance financière a pour mission de veiller à ce que le système financier soit stable et sain, et d'assurer une protection efficace des consommateurs à l'intérieur du système financier. Elle autorise et supervise les activités des institutions financières.
- La Riksbank a vocation à promouvoir un système de règlement sûr et efficace ce qui signifie, en pratique, que c'est elle qui assume pour une large part la responsabilité de la stabilité financière. La Riksbank supervise le développement du système financier dans son ensemble, fournit, si nécessaire, un soutien en liquidités d'urgence, et surveille les systèmes de paiement, de compensation et de règlement d'importance systémique.
- Le Bureau national de la dette gère les systèmes d'assurance des déposants et de protection des investisseurs et coordonne le soutien public aux institutions financières en difficulté.
- Le ministère des Finances assume la responsabilité politique de la stabilité financière en tant qu'autorité chargée du budget. Il est également responsable de la législation applicable au secteur financier et c'est lui qui prend, en dernier ressort, la décision d'apporter un soutien public aux banques en difficulté.

Le Comité de la crise financière propose des mesures destinées à améliorer le cadre réglementaire afin que des crises financières futures puissent être évitées grâce à des mesures préventives et, le cas échéant, surmontées avec efficacité. Le mandat du Comité consiste à :

- analyser comment la crise financière mondiale récente a été traitée, tant en Suède qu'à l'étranger, et en tirer des conclusions ;
- analyser la réglementation des opérations d'acquisition et de liquidation des institutions financières ;
- analyser les interactions entre la Riksbank, le Bureau national de la dette et les autorités financières et les services gouvernementaux (principalement le ministère des Finances), et leur aptitude à échanger des informations ;
- analyser et proposer des améliorations du cadre réglementaire régissant les interventions de l'Autorité suédoise de surveillance financière ;
- analyser et proposer des améliorations du cadre régissant la gestion par la Riksbank des questions intéressant la stabilité financière, y compris la fourniture d'un soutien en liquidités ; et
- étudier et proposer la création d'un fonds de stabilisation à cotisations pondérées en fonction des risques.

l'étude devra être investie d'un mandat précis et du pouvoir de faire respecter la réglementation, et être dotée d'outils adaptés aux risques majeurs auxquels est exposé le système financier suédois. Elle sera également comptable de ces décisions. Il conviendrait également que les responsables de la définition de la politique macroprudentielle prennent garde aux risques qui peuvent découler des prêts à des parties apparentées et de la non-séparation entre les activités de banque d'affaires et les activités de banque commerciale.

En règle générale, le choix d'une organisation institutionnelle est fonction de la structure financière du pays, de l'architecture de la réglementation et de données historiques. On entend généralement dire que, compte tenu de leur savoir-faire dans le domaine de l'analyse macroéconomique et financière et de leur concours à la fourniture d'une couverture en liquidités d'urgence, les banques centrales devraient jouer un rôle de premier plan dans la construction de la stabilité financière (Conseil européen du risque systémique, 2012). En Suède, des débats ont eu lieu sur la faisabilité de cinq modèles différents (Berntsson et Molin, 2012). Parmi ces modèles, la création d'un conseil réunissant les différentes instances concernées reçoit l'adhésion de certains observateurs (Conseil suédois de politique budgétaire, 2011 ; FMI, 2012a). Un tel organe représenterait un échelon supplémentaire à l'intérieur d'une architecture institutionnelle déjà pléthorique et un tel projet devrait donc être conçu avec le plus grand soin. Si cette option n'était pas retenue et qu'au contraire, les responsabilités de la Riksbank au regard de la stabilité financière devaient être accrues, il conviendrait d'établir un comité distinct du Comité de politique monétaire pour conserver la crédibilité des deux objectifs, mais il serait souhaitable de définir clairement les circuits de communication entre eux. Si la responsabilité incombait principalement à l'Autorité de surveillance financière, ses ressources devraient être accrues plus encore qu'elles ne l'ont été jusqu'ici et la nature des liens entre les objectifs de stabilité financière et de protection des consommateurs devraient être précisée davantage.

En 2008, un Fonds de stabilisation a été créé pour financer le coût, pour l'État, du soutien aux institutions financières ; il devrait être doté de l'équivalent de 2.5 % du PIB d'ici 2025. Le fait de fixer la taille du Fonds en pourcentage du total des engagements qualifiés des institutions qui y contribuent, plutôt qu'en pourcentage du PIB, permettrait de mieux appréhender les risques qui découlent de l'ampleur du système bancaire suédois (Commission européenne, 2012c). On pourrait également prélever les cotisations au fur et à mesure plutôt que viser une taille déterminée pour le Fonds. Les institutions financières acquittent une cotisation spéciale fixée à 0.036 % du total de leur bilan hors fonds propres et créances subordonnées. Les cotisations devraient être fondées en partie sur le risque présenté par les institutions, tel que déterminé par les autorités de surveillance. Elles pourraient par exemple être rendues progressives pour tenir compte de l'aggravation des risques liée à la taille et à la composition des bilans des institutions concernées et à leur dépendance par rapport aux financements de marché. En outre, accroître la part du Fonds préfinancée par les banques permettrait de limiter celle de l'État, et d'abaisser ainsi les engagements implicites de ce dernier. Une étude est en cours pour évaluer s'il conviendrait de fusionner le Fonds de garantie des dépôts et le Fonds de stabilisation, et d'utiliser les cotisations fondées sur les risques. Compte tenu de la forte concentration qui caractérise le système financier suédois, il serait peut-être plus commode de fusionner les deux fonds, mais une telle décision pourrait poser des problèmes de confiance, en particulier pour les déposants clients des petites banques. Une fusion permettrait pourtant de limiter les difficultés liées au fait que la taille du fonds de garantie des dépôts, équivalant à 2.4 % des dépôts garantis, est relativement modeste par comparaison avec les fonds d'autres pays, dotés de l'équivalent de 1.25 % à 5 % des dépôts garantis (FMI, 2011).

Comme les autorités sont dans l'attente de la Directive de l'UE et des décisions du Comité de la crise financière concernant les programmes de sauvetage des banques, les

problèmes des banques pourraient être traités grâce aux dispositions de la loi sur le soutien public aux établissements de crédit. À la différence de la pratique suivie dans un grand nombre d'autres pays, les autorités de surveillance bancaire n'ont pas, en Suède, le pouvoir d'engager des procédures de mise en faillite à l'encontre d'institutions financières (FMI et Banque mondiale, 2009), ce qui peut être source d'incertitudes et de retards potentiels. C'est pourquoi il convient d'introduire le plus rapidement possible un programme de résolution des défaillances bancaires prévoyant, dans l'idéal, des dispositions spéciales pour les banques d'importance systémique, et conforme aux décisions de l'UE.

Améliorer l'efficacité de la fiscalité du capital

La structure de la fiscalité du capital est un facteur important pour l'efficacité et la croissance (OCDE, 2012b). La fiscalité du capital influe sur les incitations à investir, sur la répartition de l'épargne et sur la mobilité intergénérationnelle (Arnold et al., 2011). Un système fiscal neutre vis-à-vis des différents types d'actifs permet d'éviter d'encourager l'orientation de l'investissement vers des emplois improductifs. La réforme fiscale de large portée conduite en 1991, guidée par le principe d'uniformité (en vertu duquel des revenus équivalents sur le plan économique doivent être imposés de la même manière) a marqué l'introduction en Suède d'un système d'imposition duale des revenus : les revenus du travail sont imposés à un taux progressif et les revenus du capital, notamment les revenus du patrimoine et les bénéfices des sociétés, au taux uniforme de 30 %. Si les revenus du capital sont négatifs, ils sont déductibles, à hauteur de 30 %, de l'impôt sur les revenus du travail de la même année. De nombreux changements ont été apportés au système fiscal depuis 1991, y compris des changements concernant les taux marginaux d'imposition des revenus des personnes physiques, les impôts fonciers, le taux de l'impôt sur les sociétés, la taxe sur la valeur ajoutée applicable dans différents secteurs et l'abolition de l'impôt sur la fortune et des droits de succession.

La Suède est l'un des rares pays où il n'existe ni impôt sur la fortune, ni impôt sur les successions et les donations. L'impôt sur la fortune a été supprimé au motif valable qu'il exerçait une distorsion sur l'épargne et créait des incitations à la fuite de capitaux (Sørensen, 2010 ; Conseil suédois de politique budgétaire, 2011). Les motifs de la suppression de l'impôt sur les successions et les donations étaient moins clairs, mais l'un d'eux était que cet impôt pouvait compliquer le transfert de la propriété des petites entreprises d'une génération à l'autre. Son intérêt était principalement redistributif, mais depuis la fin de la guerre, les recettes collectées à ce titre étaient très modestes (environ 0,25 % du PIB), faisant ainsi douter de son efficacité (du Rietz et al., 2012).

La fiscalité du capital favorise l'épargne institutionnelle et l'investissement dans des logements occupés par leurs propriétaires, ce qui crée des distorsions dans la répartition de l'épargne et peut avoir des effets néfastes sur la croissance à long terme (Conseil suédois de politique budgétaire, 2011). Le niveau de l'épargne est élevé en Suède, principalement parce que l'État et les ménages accumulent des actifs considérables dans des fonds de pension. Le logement absorbe également un large part de l'épargne. La concentration de l'épargne privée dans les fonds de pensions et le patrimoine immobilier fait peser des risques sur les bilans des ménages qui se composent d'actifs relativement peu liquides. En outre, comme indiqué précédemment, la préférence donnée au placement de l'épargne dans des fonds de pension réduit la base de dépôts et accroît la dépendance du système financier à l'égard de financements de marché. Enfin, le traitement fiscal favorable réservé

Encadré 2.5. L'augmentation des plus hauts revenus

La part de richesse du décile supérieur a chuté, passant de 90 % pendant les premières décennies du 20^e siècle à 53 % en 1980, avant de se redresser légèrement pour atteindre 60 % ces dernières années. La baisse observée avant 1980 comme le redressement constaté après 1980 s'expliquent par des évolutions qui ont concerné le percentile supérieur, évolutions principalement dues à la réalisation de plus-values. Le fait de ne pas tenir compte des plus-values réalisées conduit à sous-estimer l'aggravation réelle des inégalités, en particulier la part des plus hauts revenus (Roine et Walderström, 2011). Sur la période 1990-2008, la part du percentile supérieur augmente de 40 % si l'on prend en compte les plus-values réalisées, ce qui donne à penser que le facteur essentiel d'inégalité a été la montée des prix des actifs pendant la période ayant suivi la déréglementation. La prise en compte des plus-values réalisées majore de 20 % en moyenne le coefficient de Gini pour la période commençant en 1991 (Statistiques Suède, 2010).

En outre, depuis 1990, le système fiscal a subi de nombreux changements qui ont créé une situation dans laquelle les taux d'imposition moyens pour les très hauts revenus sont souvent plus bas que ceux appliqués aux contribuables classés au niveau immédiatement inférieur (tableau 2.3). Cette situation traduit en partie le fait que les revenus du capital, lesquels représentent une source de revenu majeure pour le percentile supérieur, sont comparativement moins imposés que les revenus du travail.

Tableau 2.3. Distribution des revenus et des impôts, 2009^{1, 2}

Percentile	Revenu total	Impôts globaux	Taux d'imposition					
			Impôt municipal sur le revenu	Impôt national sur le revenu	Impôt sur les revenus du capital	Impôts fonciers	Impôt sur les salaires	Taux d'imposition moyen global
0-40	117	38	19.7	0	0.4	0.5	14.8	32.3
40-60	332	130	21.5	0	0.2	0.4	21.6	39.2
60-80	431	175	21.9	0	0.3	0.4	22.4	40.6
80-90	548	231	21.8	0.8	0.6	0.4	22.2	42.2
90-95	690	311	21.4	3.3	1.2	0.4	21.9	45.0
95-99	961	467	20.7	6.5	2.4	0.4	21.0	48.6
99-99.9	1 807	911	18.1	9.4	6.0	0.3	17.9	50.4
99.9-100	7 866	3 237	10.8	7.6	13.0	0.2	9.8	41.1

1. Le revenu total et les impôts finaux sont exprimés en milliers de SEK et les taux d'imposition en pourcentage. Classement par centile fondé sur le revenu avant impôt. Le taux d'imposition global est calculé net des déductions, crédits d'impôt et redevances, mais en tenant compte de l'impôt sur les salaires. Échantillon : tous les individus âgés de 20 à 64 ans.

2. Les impôts et taxes tels que la TVA, les taxes sur la consommation et l'impôt sur les sociétés, qui ne sont pas pris en compte ici, peuvent également avoir un effet sur la distribution.

Source : Bengtsson et al. (2012).

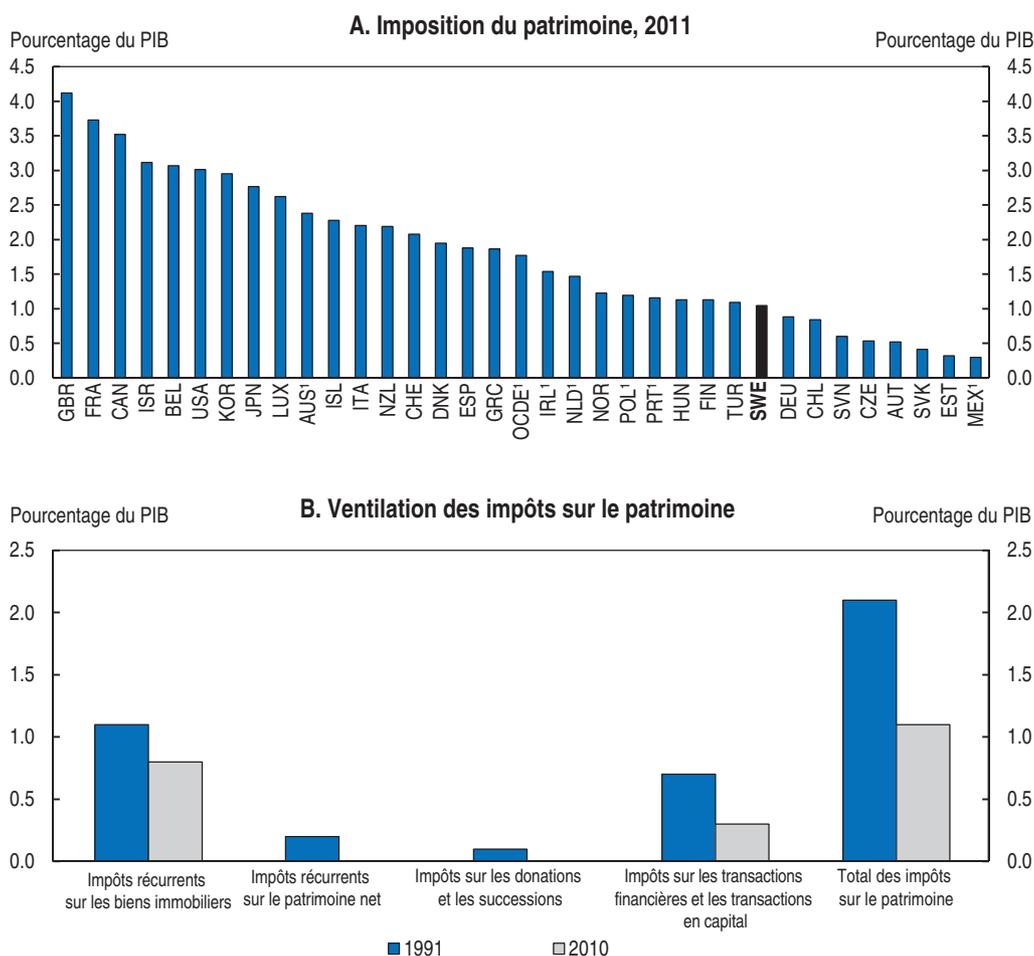
aux placements dans des fonds de pensions et dans des biens immobiliers peut avoir des répercussions sur les inégalités de patrimoine dans la mesure où les plus hauts revenus ont augmenté fortement en Suède ces vingt dernières années, principalement sous l'effet des plus-values réalisées (encadré 2.5). Compte tenu du rôle majeur qu'ont joué les plus-values dans la hausse des plus hauts revenus, il importe de suivre l'évolution de la répartition du patrimoine. L'abolition de l'impôt sur la fortune en 2007 a éliminé une source de données importante. La recherche d'autres sources d'information sur le patrimoine, y

compris sur le patrimoine-retraite, lesquels constituent une bonne partie du patrimoine des ménages en Suède, devrait donc être une priorité.

Fiscalité du patrimoine foncier

Les impôts fonciers en pourcentage du PIB sont peu élevés en Suède par comparaison avec la norme internationale, et les modifications apportées ces vingt dernières années se sont traduites par un fléchissement de leur niveau global (graphique 2.13). La mise en place d'incitations fiscales en faveur de l'investissement dans des logements occupés par leurs propriétaires, conjuguée à une offre restreinte, a contribué à faire monter les prix de l'immobilier et à alourdir l'endettement des ménages : or rectifier ces deux tendances pourrait avoir des effets négatifs sur l'économie (Igan et Loungani, 2012). En 2008, l'impôt foncier prélevé par le gouvernement central a été supprimé et remplacé par une taxe foncière municipale, indexée et ajustée chaque année. En 2012, elle était fixée à 6 825 SEK par maison et par an et plafonnée à 0.75 % de la valeur du bien taxé. Pour les appartements, elle est fixée à 1 365 SEK et plafonnée à 0.4 % de la valeur du bien. Ce changement a rompu le lien entre l'impôt et la valeur du bien sur le marché, abaissé le niveau des taxes

Graphique 2.13. Fiscalité du patrimoine



1. 2010.

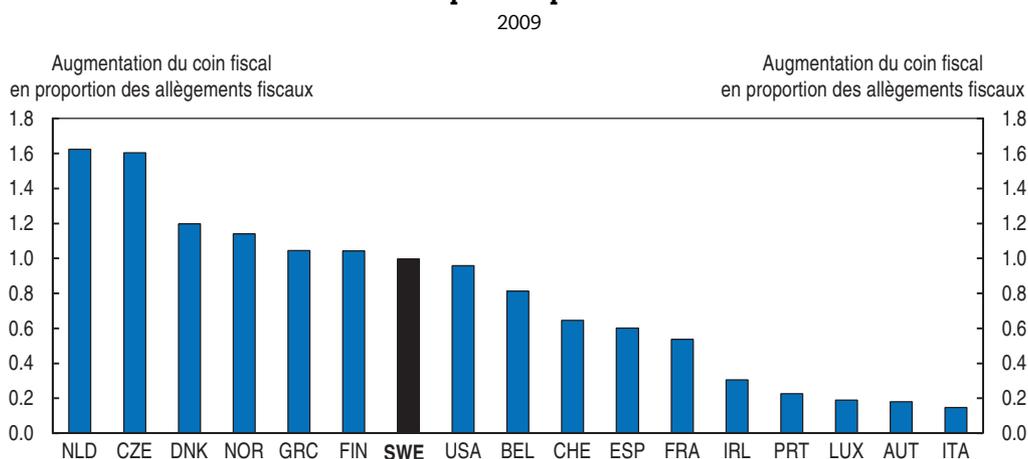
Source : OCDE, Statistiques des recettes publiques.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932757542>

récurrentes globales sur les biens immobiliers et affaibli les incitations adressées aux municipalités à fournir davantage de terrains à bâtir. Pour financer une partie du coût de ces dispositions, le taux d'imposition des plus-values réalisées sur des logements occupés par leurs propriétaires a été porté de 20 % à 22 % et des modifications ont été apportées aux reports de plus-values. En dépit de l'application de ces nouvelles règles d'imposition des plus-values, la réforme de 2008 a renforcé le biais en faveur de l'investissement dans l'immobilier au détriment d'autres actifs (Sørensen, 2010). Cette réforme a été dictée par l'absence de soutien du public en faveur de l'imposition du patrimoine foncier, et l'augmentation des impôts fonciers reste politiquement difficile.

Le fait que l'imposition des biens immobiliers ne soit pas neutre encourage les contribuables à devenir propriétaires de leur logement au lieu de rester locataires et favorise l'investissement dans le logement par opposition à la consommation d'autres biens et services (graphique 2.14). Rééquilibrer la fiscalité immobilière, dont l'assiette est par nature immobile, permettrait de supprimer certaines des incitations à acquérir un logement plutôt qu'à le louer. Ajoutées à une réglementation stricte des loyers, les incitations fiscales ont contribué à la hausse des prix des logements. On dispose d'éléments factuels attestant que réduire les crédits d'impôt au titre des remboursements d'emprunts hypothécaires peut améliorer la résistance à la succession de périodes de forte expansion et de récession dans le secteur du logement (Crowe et al., 2011). Relier la valeur estimée à la valeur de marché peut également renforcer les incitations à engager des projets d'urbanisme sachant que le faible niveau d'imposition des biens vacants et des terrains nus peut encourager une sous-utilisation des terrains et aboutir à une offre réduite de terrains disponibles pour la construction de logements, en particulier dans les zones urbaines (Arnold et al., 2011). On pourrait aussi recourir à un relèvement du taux des impôts récurrents appliqués à la valeur de marché des logements résidentiels pour abaisser les taxes sur les transactions immobilières et améliorer ainsi la mobilité de la main-d'œuvre.

Graphique 2.14. **Écart entre le taux d'intérêt du marché et le coût du financement après impôt¹**



1. Cet indicateur tient compte de la possibilité de déduire du revenu imposable les intérêts sur les emprunts hypothécaires et de l'existence d'une limitation dans le temps de la déductibilité ou d'un plafonnement du montant déductible, et enfin de l'existence éventuelle de crédits d'impôts accordés au titre des prêts. Pour les pays qui ne prévoient aucun allègement fiscal au titre du coût de financement des prêts, il est égal à zéro.

Source : Calculs fondés sur le questionnaire de l'OCDE sur le marché du logement.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932757561>

Un système prévoyant l'imposition des loyers imputés pour les propriétaires occupant leur logement et autorisant la déduction des frais d'entretien tout en accordant la déduction intégrale des intérêts sur les emprunts hypothécaires garantirait la neutralité de la fiscalité immobilière. Un tel système peut cependant induire une augmentation des coûts administratifs et des coûts de discipline et, compte tenu de la difficulté à le mettre en place, et en particulier à évaluer les loyers imputés, n'est guère utilisé. Un impôt foncier peut être considéré comme un substitut si l'on part du principe que la valeur du bien immobilier, constituant l'assiette de l'impôt, est proportionnelle aux loyers imputés. Une autre solution pourrait consister à supprimer la déduction des intérêts sur les emprunts hypothécaires, ce qui améliorerait l'uniformité du système fiscal, mais il s'agirait d'un second choix. Étant donné l'absence de soutien public, il serait préférable que toute modification éventuelle de l'impôt foncier soit progressive.

Déplacer l'accent de l'imposition du revenu et des bénéficiaires vers des impôts récurrents sur les biens immobiliers devrait doper la croissance économique. Cela étant, il pourrait être nécessaire d'arbitrer par rapport à l'objectif de redistribution, dans la mesure où l'impôt sur le revenu des personnes physiques est progressif, tandis que les impôts fonciers en vigueur dans les pays de l'OCDE absorbent souvent une proportion plus élevée des revenus des ménages les plus pauvres (OCDE, 2012). Des transferts ciblés peuvent toutefois contribuer à rendre cet arbitrage moins difficile. La baisse des dépenses fiscales qui bénéficie principalement aux groupes à hauts revenus, par exemple la déduction des intérêts hypothécaires, et l'actualisation régulière de l'évaluation des biens immobiliers renforceraient la progressivité de l'impôt concerné (Arnold et al., 2011 ; OCDE, 2012d). Pour faciliter le relèvement des impôts fonciers, des mécanismes spéciaux pourraient être mis en place pour atténuer les contraintes de liquidité que l'impôt pourrait faire peser sur les contribuables disposant de faibles revenus et d'actifs non liquides. L'*Étude économique de 2007* contient des recommandations faisant référence à d'autres produits hypothécaires destinés aux ménages appartenant à cette catégorie, qui sont pour la plupart des retraités propriétaires de leur logement.

Fiscalité des actifs financiers

L'imposition des revenus du capital favorise l'épargne institutionnelle : le taux d'imposition des rendements imputés des produits d'épargne financière institutionnelle (gérés par les fonds de pension et les compagnies d'assurance vie) est de 15 % contre 30 % pour d'autres produits d'épargne financière. Si l'on observe une dispersion des taux d'imposition applicables aux différents types de produits d'épargne, la Suède figure parmi les rares pays de l'OCDE qui imposent aussi bien les prestations de retraite que les revenus versés par les fonds de pension. Le taux de rendement imputé est appliqué à la valeur des actifs nets détenus par les fonds de pension et les compagnies d'assurance vie en début d'année et correspond au taux d'intérêt nominal moyen des obligations d'État à long terme de l'année précédente. Le fait que les produits d'épargne institutionnelle bénéficient d'un taux d'imposition plus faible induit une distorsion dans la composition des portefeuilles en leur faveur, risquant d'avoir des effets négatifs sur l'investissement. En outre, les contributions versées à des fonds de pension rendues obligatoires par des conventions collectives sont exonérées des cotisations de sécurité sociale ordinaires et soumises à un impôt réduit sur les revenus salariaux, ce qui revient à abaisser le taux d'imposition effectif de l'épargne-retraite pour les revenus élevés. Enfin, les retraites sont imposables alors que les contributions versées à des régimes de retraite sont déductibles, ce qui abaisse le taux

d'imposition effectif du rendement de l'épargne-retraite dans la mesure où le taux marginal d'imposition du revenu au moment du versement des contributions est supérieur au taux marginal d'imposition applicable aux retraites au moment où celles-ci sont perçues.

Le traitement fiscal favorable dont bénéficient les retraites peut s'expliquer par la poursuite de l'objectif consistant à accroître l'épargne totale de l'ensemble de la population ou par le souci d'inciter à épargner ceux qui n'auraient absolument rien mis de côté en vue de leur retraite. Le système de retraite repose sur trois piliers : les régimes publics, les régimes professionnels obligatoires et les régimes privés individuels. Le système public de retraite fonctionne comme un régime de retraite par capitalisation virtuelle à cotisations définies qui relie automatiquement les prestations aux évolutions démographiques et économiques, de façon à maintenir l'équilibre. Cependant, ce système peut également être à l'origine d'une diminution considérable des revenus à la retraite des salariés. Les régimes de retraite professionnels, fruits de négociations collectives entre les syndicats et les confédérations patronales couvrant 90 % des salariés, se sont développés et ont alimenté l'accumulation d'actifs par les ménages.

Pour que le système fiscal favorise l'épargne globale des ménages, la meilleure solution consiste à appliquer un taux d'imposition uniforme et faible à toutes les formes d'épargne privée. Cependant, le niveau de l'épargne totale n'est pas bas en Suède et les avantages fiscaux dont bénéficie l'épargne institutionnelle ne peuvent guère entraîner qu'un redéploiement de l'épargne, et non un relèvement du niveau de l'épargne globale (Bergstörn et al., 2010). En supprimant ces avantages, il serait possible d'abaisser le taux d'imposition applicable aux autres produits d'épargne financière, ce qui permettrait de gonfler les recettes fiscales totales tout en réduisant le rendement moyen après impôt de l'épargne financière, tous produits confondus (Sørensen, 2010). On pourrait considérer que le traitement fiscal favorable dont bénéficie l'épargne-retraite est un moyen de faire face à la diminution du taux de remplacement des retraites publiques pour les salariés percevant un salaire supérieur à la moyenne du fait du plafond de revenu dans le système public. Le caractère obligatoire des cotisations à ces régimes privés est cependant le meilleur moyen de servir cet objectif et les taux de cotisation pourraient être modifiés si l'épargne-retraite paraissait insuffisante.

Il se peut que la réforme du système de retraite qui a débuté en 1994, se concrétisant par le passage d'un système à prestations définies à un système par capitalisation virtuelle à cotisations définies et par l'attribution d'un rôle accru aux régimes de retraite professionnels, ait favorisé les titulaires de revenus élevés et stables. Les régimes de retraite professionnels sont plus importants pour les titulaires de revenus élevés non seulement parce qu'ils leur assurent une retraite complémentaire de celle du régime public, mais aussi parce qu'ils prennent en compte les revenus au delà du plafond des régimes publics (Palmer et Wadensjö, 2004). Les données attestant que les ménages les plus aisés bénéficient davantage du système de retraite tel qu'il est conçu, sans épargner plus globalement, donnent à penser que les incitations fiscales visant l'épargne institutionnelle pourraient induire des distorsions (Bergstörn et al., 2010). Il serait judicieux de mener une enquête plus poussée sur le profil des adhérents aux régimes de retraite favorisés par la fiscalité et sur les répercussions de l'imposition des produits d'épargne institutionnelle sur leur épargne totale.

Un réaménagement de la fiscalité des actifs financiers visant à rendre le système fiscal plus simple, plus neutre et plus transparent permettrait d'améliorer la répartition de l'épargne et de l'investissement. Sachant que la principale distorsion provient de l'application d'un taux d'imposition réduit aux rendements imputés des produits d'épargne institutionnelle, l'une des solutions pour que la fiscalité de l'épargne financière soit plus uniforme consisterait à rétrécir l'écart entre le taux d'imposition des produits d'épargne-retraite et celui applicable aux autres actifs financiers.

Le projet de loi de finances pour 2013 prévoit une diminution de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, qui passera de 26.3 % à 22 % à compter de janvier 2013 et deviendra ainsi inférieur à la moyenne de l'OCDE s'établissant à 25.5 %. L'imposition des bénéfices des sociétés influe sur l'investissement et la croissance. Une baisse de l'impôt sur les bénéfices des sociétés est particulièrement bénéfique à l'accroissement de la productivité des entreprises les plus innovantes. En outre, s'appuyer moins sur l'imposition des bénéfices des sociétés et davantage sur l'imposition des revenus des personnes physiques, sur les taxes sur la consommation et sur les taxes récurrentes sur le logement résidentiel pourrait générer des gains d'efficacité. Pourtant, parce que le taux d'imposition des bénéfices des sociétés est bien inférieur aux taux les plus élevés d'imposition des revenus des personnes physiques, on pourrait assister à des tentatives de fraude fiscale de la part de contribuables à revenu élevé cherchant à mettre leur épargne à l'abri dans des sociétés (Arnold et al., 2011). En Suède, certains éléments témoignent de l'existence de transferts de revenus du travail vers le capital qui sont imputables à la différence entre les taux d'imposition marginaux applicables respectivement aux revenus du travail et du capital et qui sont en particulier le fait de contribuables à hauts revenus ; or ces transferts concourent à l'apparition d'inégalités après impôt (Alstadsæter et Jacob, 2012). C'est pourquoi il conviendrait d'évaluer les effets de la nouvelle réforme fiscale sur l'ensemble des bases d'imposition afin de déterminer si elle exacerbe ce problème de transfert de revenus.

Conclusions

Malgré la solidité des résultats macroéconomiques et financiers qu'elle a enregistrés ces vingt dernières années, la Suède devra surmonter à l'avenir des fragilités. On trouvera dans l'encadré 2.6 les principales recommandations contenues dans ce chapitre, censées assurer à la Suède la poursuite d'une croissance durable et solide. Parce qu'elle possède une économie ouverte, de petite taille et fortement exposée aux turbulences internationales, la Suède devrait continuer à surveiller de près les déséquilibres internes qui pourraient apparaître, notamment sur le front de l'endettement des ménages et des prix des logements. S'attaquer aux problèmes structurels qui se posent sur le marché du logement et modifier le système fiscal pour améliorer la répartition de l'épargne serait un moyen d'améliorer l'efficacité du marché de l'immobilier et de se prémunir contre les déséquilibres risquant d'entraver la croissance future. Suivre l'endettement des ménages et renforcer la stabilité financière pour accroître la résistance du système bancaire contribuerait à réduire les coûts économiques, budgétaires et sociaux que pourraient induire des chocs externes ou internes. Les réformes ne devront pas être seulement axées sur les risques à court terme, elles devront également concourir à l'instauration d'un cadre sain, propre à garantir une croissance s'inscrivant dans la durée.

Encadré 2.6. Principales recommandations concernant le logement, la stabilité financière et la fiscalité du capital

Le marché du logement et l'endettement des ménages

- Lever progressivement les restrictions pesant sur les locations d'appartements, notamment sur les acquisitions d'appartements en vue de leur mise en location.
- Réduire les rigidités du côté de l'offre observées sur le marché du logement, harmoniser les critères appliqués par les municipalités dans le secteur de la construction et alléger le processus de création de coopératives. Faciliter l'accès des petites entreprises et des entreprises étrangères aux procédures de passation des marchés publics en améliorant le déroulement dans le temps, la prévisibilité et la lisibilité de ces procédures.
- Suivre de près les répercussions du plafonnement des quotités de prêt et étudier le profil des ménages qui ont recours à des prêts à taux révisables et à des prêts *in fine*. Adopter des mesures contraignantes visant à garantir l'observation de pratiques saines en matière de garantie pour les prêts à taux révisables et les prêts *in fine*.

Stabilité financière

- Envisager d'instaurer un ratio d'endettement en complément des mesures relatives au capital pondéré en fonction des risques. Continuer à suivre de près les progrès accomplis par les banques pour réduire leur dépendance à l'égard des financements de marché et améliorer encore le cadre leur permettant de diffuser des informations sur leurs liquidités.
- Œuvrer à corriger les lacunes relevées dans la panoplie d'instruments macroprudentiels permettant de superviser et d'influencer les institutions financières. Préciser les rôles de la Riksbank, de l'Autorité de surveillance financière, du Bureau national de la dette et du ministère des Finances, ainsi que les relations entre ces institutions.
- Fixer la taille du Fonds de stabilisation en fonction de celle du système bancaire et adopter un mécanisme de cotisations fondées sur les risques.
- Adopter le plus rapidement possible un programme transparent de résolution des défaillances bancaires conforme aux décisions de l'Union européenne.

Fiscalité du capital

- Œuvrer à accroître la neutralité de la fiscalité des différentes catégories d'actifs. En particulier, pour imposer les logements occupés par leurs propriétaires comme d'autres actifs, l'imposition des loyers imputés serait la meilleure solution. L'instauration d'un impôt foncier fondé sur la valeur de marché pourrait représenter une solution de substitution à l'imposition des loyers imputés. On pourrait également envisager de supprimer la déductibilité des intérêts sur les emprunts hypothécaires.
- Mieux évaluer quels sont les contribuables qui bénéficient le plus de la faiblesse du taux d'imposition de l'épargne institutionnelle et comment la fiscalité des produits d'épargne institutionnelle influe sur leur épargne totale. Envisager de réduire l'écart entre le taux d'imposition de l'épargne-retraite et celui applicable à d'autres actifs financiers.

Bibliographie

- Alstadsæter, A. et M. Jacob (2012), « Income Shifting in Sweden: An Empirical Evaluation of the 3:12 Rules », *Report to the Expert Group on Public Economics*, n° 4.
- Andersson, T. et S. Lindh (2011), « Insolvent Mortgage Borrowers – A Comparison between the USA and Sweden », in *The Riksbank's Inquiry into the Risks in the Swedish Housing Market*.

- André, C. et C. Garcia (2012), « Housing Price and Investment Dynamics in Finland », OCDE, *Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 962.
- Andrews, D., A. Caldera Sanchez et A. Johansson (2011), « Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries », OCDE, *Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 836.
- Arnold, J., B. Brys, C. Heady, A. Johansson, C. Schweltnus et L. Vartia (2011), « Tax Policy for Economic Recovery and Growth », *Economic Journal*, vol. 121, n° 550.
- Autorité suédoise de la concurrence (2009), *Les obstacles à une concurrence efficace*, Stockholm (en suédois).
- Autorité suédoise de surveillance financière (2012), *Swedish Mortgage Markets*, Stockholm.
- Ball, M. (2012), *European Housing Review*, Report to Royal Institute of Chartered Surveyors.
- Banque des règlements internationaux (2005), *An Explanatory Note on the Basel II IRB Risk Weight Functions*, Bâle, Suisse.
- Banque des règlements internationaux (2012), *Statistiques bancaires consolidées*, mars, Bâle, Suisse.
- Barot, B. (2007), « Empirical Studies in Consumption, House Prices and the Accuracy of European Growth and Inflation Forecasts », *National Institute of Economic Research Working Papers*, n° 98.
- Bengtsson N., B. Holmlund et D. Waldenström (2012), « Lifetime versus Annual Tax Progressivity: Sweden, 1968-2009 », *Uppsala Centre for Fiscal Studies Working Papers*, n° 8.
- Berg, L. et R. Bergström (1995), « Housing and Financial Wealth, Financial Deregulation and Consumption : The Swedish Case », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 97, n° 3.
- Bergström, Å.J., M. Palme et M. Persson (2010), *Beskattning Av Privat Pensionssparande*, Report to the Expert Group on Public Economics, n° 2.
- Berntsson, C. et J. Molin (2012), « A Swedish Framework for Macroprudential Policy » *Riksbank Economic Review*, vol. 1.
- Blomberg, G., J. Hokkanen et S. Kåhre (2012), « Tax Planning May Have Contributed to High Indebtedness among Swedish Companies », *Riksbank Economic Commentaries*, n° 3.
- Blundell-Wignall, A. et C. Roulet (2012), « Business Models of Banks, Leverage and Distance-to-Default », *Financial Market Trends*, vol. 2.
- Bostic, R., S. Gabriel et G. Painter (2009), « Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: New Evidence » from Micro Data « *Regional Science and Urban Economics*, n° 39.
- Bouis, R., B. Courmède, et A.K. Christensen (à paraître), « Deleveraging: Challenges, Progress and Policies », OCDE, *Documents de travail du Département des affaires économiques*, à paraître.
- Brogren, C. et H. Fridell (2006), « Lyckas Hyresregleringen Motverka Segregation i Stockholm ? », Stockholm School of Economics Masters Thesis.
- Bryant R., D. Henderson et T. Becker (2011), « Maintaining Financial Stability in an Open Economy: Sweden in the Global Crisis and Beyond », *SNS Report*.
- Catte, P., N. Girouard, R. Price et C. André (2004), « Housing Markets, Wealth and the Business Cycle », OCDE, *Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 394.
- Cecchetti, S., M. Mohanty et F. Zampolli (2011), « The Real Effects of Debt », *Documents de travail de la BRI*, n° 532.
- Chen, J. (2006), « Housing Wealth and Aggregate Consumption in Sweden », *Documents de travail de l'Université d'Uppsala*, n° 16.
- Comité européen du risque systémique (2012), « The Macroprudential Mandate of National Authorities », *Macroprudential Commentaries*, vol. 2.
- Commission européenne (2011), *Rapport de la Commission sur le mécanisme d'alerte*, Bruxelles.
- Commission européenne (2012a), « Assessment of the 2012 National Reform Programme and Convergence Programme for Sweden », *Documents de travail internes de la Commission*, Bruxelles.
- Commission européenne (2012b), « Macroeconomic Imbalances : Sweden », *Occasional Papers*, n° 108.
- Commission européenne (2012c), *EU Framework for Bank Recovery and Resolution*, Brussels. Cadre européen de redressement et de résolution des crises bancaires (texte intégral non traduit en français) : http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_fr.htm.

- Conseil national suédois de garantie du crédit au logement (2011), *Vad Bestämmer Bostadsinvesteringarna*, mai.
- Conseil national suédois du logement, de la construction et de l'urbanisme (2011), *Remissammanfattning Revidering Av Avsnitt 9 Energihushållning I Boverkets Byggregler*, Stockholm.
- Conseil suédois de politique budgétaire (2011), *Rapport du Conseil suédois de politique budgétaire*, Stockholm.
- Cour des comptes suédoise (2011), *Maintaining Financial Stability in Sweden: Experiences from the Banks' Expansion in the Baltics*, Rapport, n° 2011:9.
- Crowe, C., G. Dell'Ariccia, D. Igan et P. Rabanal (2011), « Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms », *IMF Staff Discussion Note*, Issue 2.
- Drehmann M., C. Borio, L. Gambacorta, G. Jiménez et C. Trucharte (2010), « Countercyclical Capital Buffers: Exploring Options », *Documents de travail de la BRI*, n° 317.
- Du Rietz, G., M. Henrekson et D. Waldenström (2012), « The Swedish Inheritance and Gift Taxation, 1885-2004 », *Uppsala Centre for Fiscal Studies Working Papers*, n° 11.
- Fastighetsägarna, Hyresgästföreningen et SABO (2010), *Balanserade Ekonomiska Villkor – En Skattereform för Hyresrätten*, Stockholm.
- Fonds monétaire international (2011), *Financial System Stability Assessment : Sweden*, juillet, Washington, DC.
- Fonds monétaire international (2012a), *Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, Washington, DC. Rapport des services du FMI sur les Consultations au titre de l'article IV pour 2012.
- Fonds monétaire international (2012b), « Dealing with Household Debt », *Perspectives de l'économie mondiale*, avril, Washington, DC.
- Fonds monétaire international et Banque mondiale (2009), *An Overview of the Legal, Institutional, and Regulatory Framework for Bank Insolvency*, Washington, DC.
- Guo, S. et U. Unal (2011), « VAR Estimates of the Housing and Stock Wealth Effects: Cross-Country Evidence », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'Université internationale de Floride*, n° 1103.
- Igan, D. et P. Loungani (2012), « Global Housing Cycles », *Documents de travail du FMI*, n° 217.
- Janzén, H., K. Jönsson et A. Nordberg (2011), « A Fall in House Prices: Consequences for Financial Stability », *The Riksbank's Inquiry into the Risks in the Swedish Housing Market*.
- Johansson, E. (2006), « Ekonomiska Effekter av Bostadsrättombildning », KTH Royal Institute of Technology, Division of Building and Real Estate Economics, Stockholm.
- Johnson, H. et P. Kaplan (1999), « An Econometric Study of Private Consumption Expenditure in Sweden », *National Institute of Economic Research Working Papers*, n° 70.
- Jönsson, K., A. Nordberg et M. Fredholm (2011), « Household Indebtedness: Consequences for the Banks' Credit Losses and Financial Stability », *The Riksbank's Commission of Inquiry into Risks on the Swedish Housing Market*, Stockholm.
- Lane, P. et G. M. Milesi-Ferretti (2011), « The Cross-Country Incidence of the Global Crisis », *IMF Economic Review*, vol. 59.
- Levine, R. (2005), « Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms », in P. Aghion et S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1.
- Lind, H. (2003), « Bostadsbyggandets Hinderbana », *Report to the Expert Group on Public Economics*, n° 6.
- Lind, H. et A. Hellström (2003), « Market Rents and Economic Segregation : Evidence form a Natural Experiment », *Report from the Housing Project at the Division of Building and Real Estate Economics*, n° 20.
- Magnusson, L. et B. Turner (2008), « Municipal Housing Companies in Sweden – Social by Default », *Housing Theory and Society*, vol. 25.
- Ministère suédois des Affaires sociales (2011), *Översyn Av Vissa Byggfrågor*, Directive n° 100, Stockholm.
- OCDE (2007), *Études économiques de l'OCDE : Suède*, Paris.
- OCDE (2011), *Études économiques de l'OCDE : Suède*, Paris.
- OCDE (2012a), *Études économiques de l'OCDE : Union européenne*, Paris.

- OCDE (2012b), *Études économiques de l'OCDE : Norvège*, Paris.
- OCDE (2012c), « Inégalités de revenus et croissance : Le rôle des impôts et des transferts », *Note de politique économique n° 9 du Département des affaires économiques*.
- OCDE (2012d), « Peut-on à la fois réduire les inégalités de revenus et stimuler la croissance ? », *Objectif croissance*, Paris.
- Palmer, E. et E. Wadensjö (2004), « Public Pension Reform and Contractual Agreements in Sweden: from Defined Benefit to Defined Contribution » in Rein, M. and W. Schmahl (éd.), *Rethinking the Welfare State: The Political Economy of Pension Reform*.
- Repullo, R. et J. Saurina (2011), « The Countercyclical Capital Buffer of Basel III: A Critical Assessment », *CEPR Discussion Papers*, n° 8304.
- Riksbank (2011a), *The Riksbank's Commission of Inquiry into Risks on the Swedish Housing Market*, April, Stockholm.
- Riksbank (2011b), *Financial Stability Report 2011:2*, Stockholm.
- Riksbank (2011c), *Monetary Policy Report*, February, Stockholm.
- Riksbank (2012a), *Financial Stability Report 2012:1*, Stockholm.
- Riksbank (2012b), *Financial Stability Report 2012:2*, Stockholm.
- Roine, J. and D. Waldenström (2011), « On the Role of Capital Gains in Swedish Income Inequality », *Uppsala University Centre for Labour Studies Working Paper Series*, n° 8.
- Schich, S. et S. Lindh (2012), « Implicit Guarantees for Bank Debt: Where Do We Stand? », *Financial Market Trends*, n° 1.
- Sjöblom, D. (2011), « Competition and Procurement Problems in the Construction Industry », Discours prononcé à la Conférence sur les risques de construction dans le secteur du bâtiment et de la construction, Stockholm, 28 septembre.
- Slovik, P. et B. Cournède (2011), « Macroeconomic Impact of Basel III », *OCDE, Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 844.
- Sørensen, P.B. (2010), « Swedish Tax Policy: Recent Trends and Future Challenges », *Report to the Expert Group on Public Economics*, n° 4.
- Statistiques Suède (2010), *Income Distribution Survey 2008*, Stockholm.
- Wahlström, M. (2001), « Residential Rental Determination in Sweden and Germany : A Critical Analysis », *KTH Department of Real Estate and Construction*, n° 67.
- White, W. (2012), « Credit Crises and the Shortcomings of Traditional Policy Responses », *OCDE, Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 971.



Extrait de :
OECD Economic Surveys: Sweden 2012

Accéder à cette publication :
https://doi.org/10.1787/eco_surveys-swe-2012-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2013), « Marché du logement, secteur financier et fiscalité du capital : conduire des politiques propres à garantir une croissance vigoureuse », dans *OECD Economic Surveys: Sweden 2012*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-swe-2012-6-fr

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.