

Chapitre 1

Restaurer la stabilité macroéconomique et financière

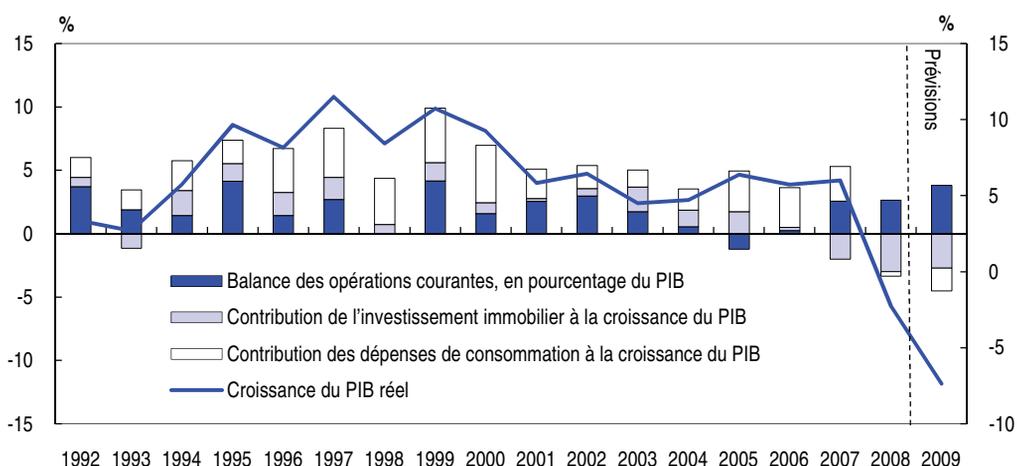
L'Irlande affronte une sévère récession, après plusieurs années de croissance élevée, mais en fin de compte intenable, et de déséquilibres grandissants. Une expansion accélérée du crédit bancaire a encouragé un vif essor de l'activité de construction et des prix immobiliers, qui a alimenté les dépenses intérieures dans leur ensemble. Ce cycle s'est maintenant retourné de façon spectaculaire. La production devrait se contracter fortement et le chômage va probablement avoisiner les 14 %. Le secteur bancaire, qui était au cœur de l'expansion du crédit, a été durement touché par la crise des marchés financiers internationaux et se trouve confronté à de lourdes pertes sur des crédits massifs liés aux opérations immobilières. Les conditions de crédit se sont durcies. Le retour à un fonctionnement normal du système financier est indispensable et une série de mesures ont été mises en place pour assainir le système bancaire. Une reprise économique devrait s'amorcer l'année prochaine, mais une période d'ajustement prolongée sera indispensable pour résorber les déséquilibres économiques engendrés pendant l'expansion. La compétitivité s'est dégradée pendant la phase de haute conjoncture et la fermeté du taux de change réel entrave le retour à la croissance. Le rétablissement de la compétitivité au sein de l'union monétaire se fera par un ajustement à la baisse des salaires et des prix, qui semble déjà engagé. Étant donné l'accroissement rapide de la dette publique, un assainissement budgétaire sera indispensable pendant une longue période, et ce processus a déjà été engagé. Dans une optique à plus long terme, il faudra tirer les enseignements de la crise de manière à éviter la réapparition de déséquilibres macroéconomiques de cette ampleur.

L'économie subit une sévère contraction au moment où d'importants déséquilibres intérieurs se résorbent dans le contexte d'une récession et d'une crise financière mondiales. Au deuxième trimestre 2009, le PNB de l'Irlande avait reculé de 13.6 % par rapport à son point haut et la production industrielle (à l'exclusion des secteurs « modernes », où le capital est essentiellement étranger) était en retrait de 21 % par rapport à son pic en juillet. Cette chute de l'activité, la plus importante observée dans la zone OCDE, présente une très forte composante interne, même si les exportations ont aussi quelque peu baissé. Le chômage a rapidement augmenté pour atteindre 12.6 % de la population active en septembre 2009. La situation budgétaire s'est fortement détériorée, même après de très conséquentes majorations discrétionnaires des impôts. Selon les prévisions de l'OCDE, la contraction de l'activité économique entre le pic et le creux du cycle va probablement avoisiner 13 %, certains signes indiquant que le mouvement de ralentissement commence de s'inverser. Un ajustement économique de cette ampleur est extrêmement douloureux. L'Irlande a connu des périodes économiques difficiles auparavant, mais cette récession est la première depuis qu'elle a adhéré à l'Union économique et monétaire (UEM) européenne. Un ajustement énergique des salaires et des prix sera nécessaire pour restaurer la compétitivité. Il est probable que les revenus seront durablement abaissés par rapport aux niveaux prévus auparavant. Il faudra tirer les leçons de cette crise et déterminer comment la politique macroéconomique et macroprudentielle peut permettre d'éviter que les déséquilibres ne se reproduisent à l'avenir.

Ce chapitre présente les principaux défis macroéconomiques et financiers auxquels l'économie est confrontée, à la fois pour réaliser la stabilisation à court terme et pour inscrire l'économie sur une trajectoire plus stable à l'avenir. Parmi ces enjeux figure la réforme du système financier et du marché du logement. L'impact des évolutions récentes sur la production potentielle et les perspectives futures est également analysé. Les perspectives macroéconomiques sont intimement liées à la nécessité d'un assainissement substantiel des finances publiques, question examinée de façon plus détaillée au chapitre 2. Le chapitre 3 est consacré aux conséquences de la récession pour le marché du travail et aux mesures publiques requises. La compétitivité et les perspectives de croissance à long terme seraient stimulées par un cadre de politique structurelle plus propice, comme on le verra au chapitre 4.

Correction des déséquilibres

L'Irlande connaît une contraction de l'activité parmi les plus sévères de la zone OCDE (graphique 1.1). La croissance est devenue négative en 2008, bien avant que la récession mondiale ne se déclenche, et l'économie a commencé à se contracter sensiblement au second semestre 2008. L'investissement dans le logement a culminé en 2006, avant de baisser déjà de 15 % en 2007 puis à nouveau de 30 % en 2008. L'expérience des précédentes crises bancaires et financières dans la zone OCDE conduit à penser que celles-ci entraînent de fortes pertes de production et sont en général plus sévères quand elles s'accompagnent de baisses de l'investissement en logements et de l'investissement des entreprises (Haugh et al., 2009). Si l'on en juge par six épisodes antérieurs survenus dans des pays de

Graphique 1.1. **L'économie subit une sévère contraction**

Source : OCDE (2009) ; Base de données des Perspectives économiques, et mise à jour provisoire des prévisions des Perspectives économiques de l'OCDE n° 85 de juin 2009.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/731873336660>

l'OCDE, les pertes de production entre le pic et le creux du cycle vont de 2.6 % à 10.2 %, et la récession dure entre 9 et 16 trimestres. La contraction actuelle en Irlande, qui a été plus prononcée, est donc particulièrement sévère au regard du passé.

L'accumulation de déséquilibres économiques

L'expansion économique entre 2002 et 2007 a été très forte : le PNB a augmenté de 5.4 % par an en moyenne en termes réels. En dépit d'une augmentation rapide de la population, due à la fois à l'accroissement naturel et à l'immigration, le revenu par habitant a progressé en moyenne de 3.2 % par an. L'inflation mesurée par l'indice IPCH n'a pas dépassé 2.8 % en moyenne, soit à peine 0.7 point de plus que la moyenne de la zone euro. La hausse de cet indice a été quelque peu tempérée par l'appréciation de l'euro face au sterling et au dollar des États-Unis, mais l'inflation mesurée par l'IPC (qui comprend une forte composante liée aux coûts du logement) a augmenté à un taux annuel moyen plus élevé (3.4 %). D'une manière générale, la croissance économique a été fortement tributaire de l'évolution des marchés de l'immobilier et en particulier du logement. En comparaison de la période 1995-2000, la performance économique a été plus médiocre pour la plupart des indicateurs et elle a davantage reflété les tendances intérieures (tableau 1.1). En particulier, la croissance de la productivité a été beaucoup

Tableau 1.1. **Performance économique dans les dernières périodes d'expansion**

Taux de croissance annuelle moyenne, en %

	1995 à 2000	2002 à 2007
PNB par habitant	7.9	3.2
Utilisation de la main-d'œuvre	3.9	2.8
Services tirés du capital	8.9	6.5
Production par heure travaillée	5.5	2.6
Salaire réel (indice implicite des prix de la consommation)	1.6	2.8
Volume des exportations	17.7	5.1

Source : OCDE (2009) ; Base de données des Perspectives économiques, n° 85.

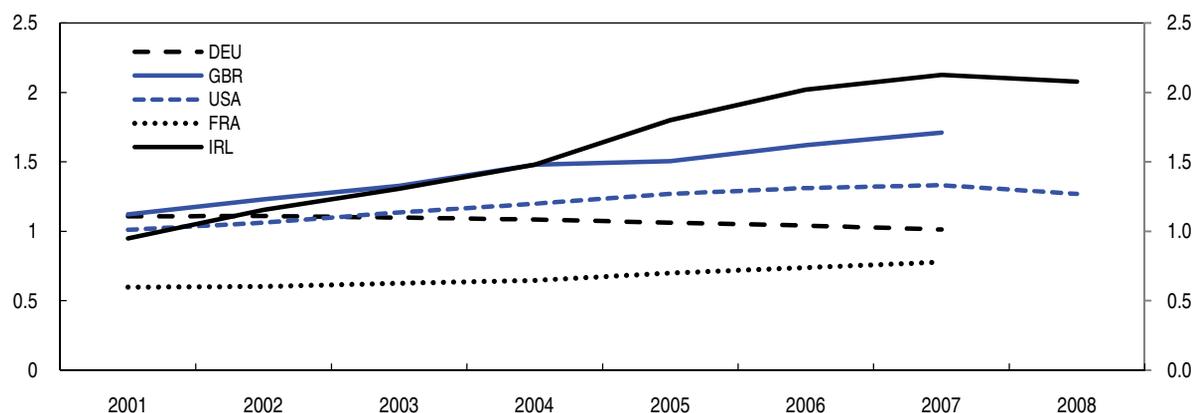
plus faible, tout en restant vigoureuse par rapport à la moyenne de la zone euro. Ce profil, caractérisé par un essoufflement de la performance économique sous-jacente conjugué à l'ampleur des investissements immobiliers et des emprunts, présente de nombreuses similitudes avec l'« économie de bulle » apparue au Japon à la fin des années 80 (Hayashi et Prescott, 2002).

Le dynamisme de la performance économique reposait sur une augmentation considérable des emprunts et des prix des actifs. Le crédit au secteur privé est passé de 128 % du PNB annuel en 2002 à 215 % en 2007, soit une hausse moyenne de 20 % par an. Le crédit hypothécaire a été particulièrement dynamique : il a augmenté à un rythme annuel moyen de l'ordre de 25 %. L'investissement dans le logement s'est considérablement développé : la construction résidentielle a représenté 13 % du PIB en 2006, soit plus du double de la moyenne OCDE, et une proportion plus élevée que dans tout autre pays de l'OCDE, y compris l'Espagne, qui connaissait aussi un essor immobilier de grande ampleur. Pourtant, l'offre de logements n'a pu répondre qu'en partie à la montée de la demande, de sorte que les prix immobiliers ont affiché une hausse spectaculaire. Au milieu des années 90, l'Irlande avait un stock de logements réduit (OCDE, 2008), et comme elle avait connu une forte croissance nominale les années précédentes, il est probable que les anticipations de hausses futures des prix étaient généralisées. La dynamique du marché du logement s'est auto-entretenu : la hausse des prix a accru le montant des garanties que les ménages pouvaient utiliser pour faire grimper encore les prix, tandis que les dépôts bancaires générés par les propriétaires qui achetaient un logement plus petit pouvaient être utilisés pour financer des prêts supplémentaires. C'est là un exemple particulier du phénomène général de transmission de la politique monétaire par le canal du crédit (Bernanke et Gilchrist, 1995) : le canal du bilan entre en action lorsque l'accroissement de la valeur du nantissement atténue les contraintes sur la capacité d'emprunt, tandis que le canal du crédit bancaire se manifeste lorsque l'offre de prêts est augmentée en raison de conditions favorables pour les bénéficiaires et le capital des banques.

L'expansion des emprunts, en particulier à des fins immobilières, a été encouragée par les évolutions de l'économie irlandaise, par une mauvaise gestion des risques au sein des banques et par l'insuffisance du contrôle bancaire. Dans l'ensemble, les conditions applicables aux emprunts hypothécaires ont été assouplies : les quotités des prêts aux primo-accédants ont augmenté, la part des quotités de 100 % ou plus passant de 6 % à peine en 2004 à 26 % en 2007, tandis que, pour tous les acheteurs, la proportion des nouveaux crédits hypothécaires d'une durée de plus de 25 ans a bondi de 38 % à 54 % au cours de la même période¹. En conséquence, l'endettement des ménages s'est fortement accru pour atteindre un niveau très élevé à la fois par rapport au passé et vis-à-vis des autres pays (graphique 1.2). Cependant, en renforçant les lois sur la protection des consommateurs l'Irlande est largement parvenue à éviter la création d'un marché de créances hypothécaires à risque. Mais d'autres erreurs de politique intérieure ont contribué à l'expansion immobilière. Les banques ont été autorisées à accroître leurs prêts à un rythme rapide et, comme on le verra plus loin, certains aspects du régime de régulation et de surveillance financières étaient déficients. Les mesures à l'égard du logement étaient généralement très favorables et n'ont guère contrarié une nouvelle progression des emprunts et des prix. De plus, une série de déductions fiscales et d'incitations liées au logement mises en place à diverses reprises ont stimulé la demande de logements et de biens immobiliers.

Graphique 1.2. **L'endettement des ménages a augmenté**

Rapport des prêts au revenu disponible net des ménages



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 85.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/731884381454>

Les taux d'intérêt fixés par la Banque centrale européenne (BCE) étaient manifestement trop bas pour l'économie irlandaise, compte tenu de la vigueur de la reprise. Selon des estimations, sur la période 2001 T3-2006 T4 le taux directeur de la BCE a été en moyenne inférieur de 1 point de pourcentage au niveau approprié pour l'Irlande selon une règle de Taylor type, d'où une orientation plus expansionniste que dans tout autre pays de la zone euro (Ahrend et al., 2008). Il existe une nette corrélation positive entre ce manque d'adéquation des taux directeurs et la croissance du crédit aux ménages et des investissements en logements. Par ailleurs, les conditions financières mondiales se caractérisaient sur de nombreux marchés par des liquidités abondantes et une très faible aversion pour le risque (Guichard et al., 2009). Enfin, le recours croissant à la titrisation des créances hypothécaires a augmenté la capacité de prêt aux ménages. En décembre 2007, le montant des prêts titrisés avait été multiplié par 4.5 par rapport aux cinq années précédentes et représentait 12 % des créances hypothécaires.

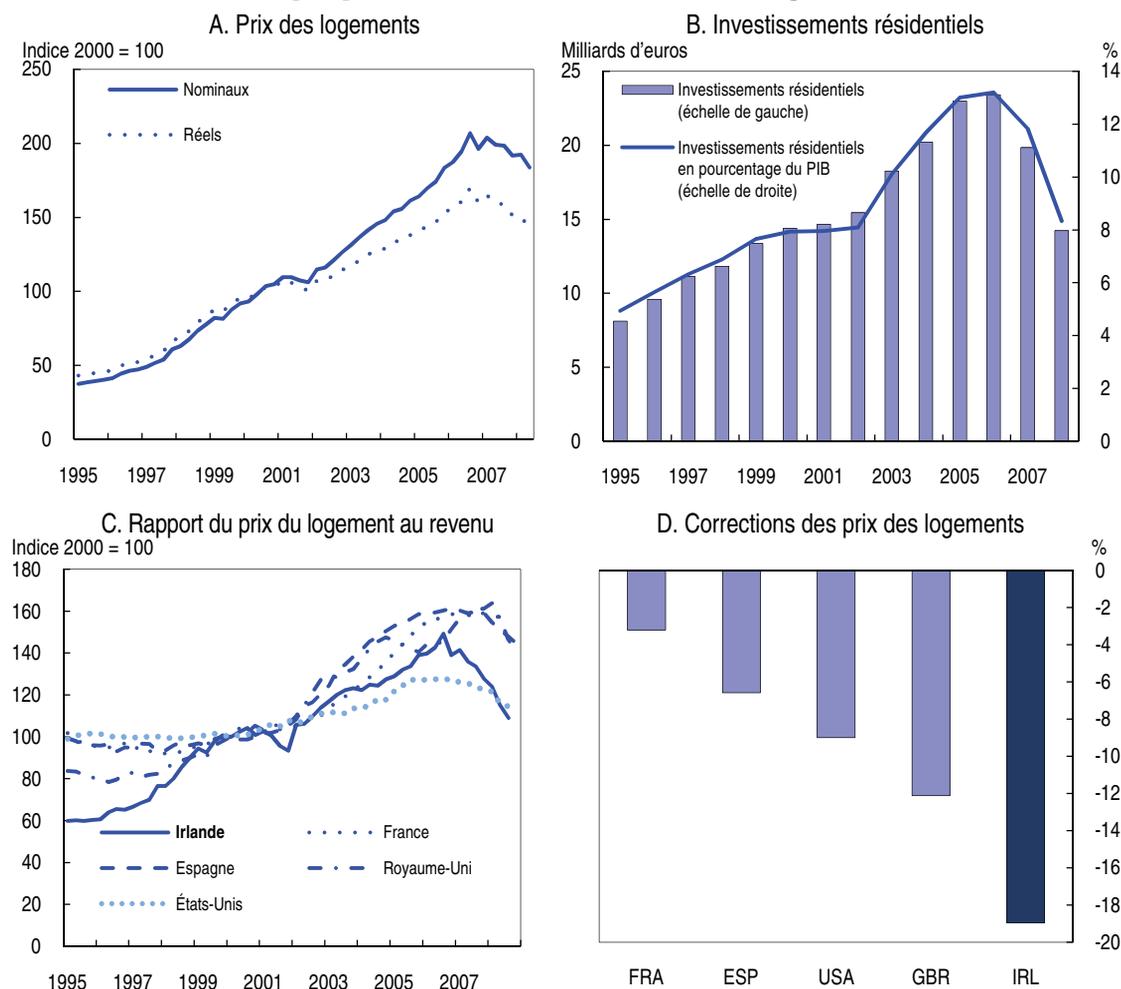
L'effet de la forte croissance du crédit sur la demande et sur l'activité a été puissant et de grande envergure. Quoique cela soit difficile à apprécier empiriquement et que certaines études ne mettent en évidence aucun lien, l'analyse multipays tend à montrer que la consommation en Irlande est sensible au marché du logement (Catte et al., 2004). En même temps, une fraction très importante des ressources économiques a été détournée au profit du secteur du logement et de la construction. Comme indiqué au chapitre 2, le logement a engendré d'abondantes recettes fiscales, ce qui a permis de réduire les taux des impôts directs et la pression fiscale, tout en finançant une forte augmentation des dépenses publiques. Les tensions inflationnistes ont été semble-t-il relativement faibles malgré la poussée de la demande, car elles ont été tempérées par un accroissement de l'offre dû aux entrées de migrants, mais peut-être aussi à certains effets de la flambée des prix des actifs elle-même sur la demande de monnaie (Boone et al., 2004). En outre, les pressions inflationnistes ont été en partie absorbées par le raffermissement du taux de change effectif. Cependant, le déficit de la balance des opérations courantes s'est aggravé pour avoisiner 5.4 % du PIB en 2007, l'Irlande se classant parmi les pays de l'OCDE caractérisés par des déficits relativement élevés et une demande interne très vigoureuse (Australie, Hongrie, Islande, Espagne) ou une compétitivité médiocre (Grèce, Portugal).

La correction économique en cours sera longue

La récession économique a éclaté essentiellement par suite d'un resserrement brutal des conditions financières, à la fois à l'échelle mondiale et dans la zone euro. Ce durcissement s'est produit en dépit de la réduction à 1 % du taux de refinancement de la BCE et de modifications de la conduite des opérations monétaires qui impliquent un accroissement important des liquidités pour un taux d'intérêt donné. Pour l'économie irlandaise, l'effet restrictif est double. Premièrement, la tourmente sur les marchés monétaires et la crise financière ont gêné l'accès à ces marchés et amplifié l'écart entre les taux directeurs et le taux auquel les agents du secteur privé peuvent emprunter. Deuxièmement, la gravité de la récession économique en Irlande justifierait par elle-même des mesures de politique monétaire plus radicales que pour la zone euro dans son ensemble. L'impact de la crise financière sur les ménages irlandais a été en partie atténué par le poids prépondérant des prêts hypothécaires « indiciels », qui suivent directement le taux directeur de la BCE, et ont donc protégé certains ménages contre des écarts de taux d'intérêt interbancaires plus élevés. Les pressions sur les banques irlandaises ont été très sévères, mais étant donné que les sociétés multinationales étrangères, qui ne dépendent généralement pas des sources de financement locales, revêtent une importance considérable pour la production irlandaise totale, une grande partie de l'activité économique de l'Irlande n'est pas affectée par les conditions de crédit intérieures et est plus sensible aux marchés internationaux des capitaux. En outre, l'appréciation du taux de change effectif accentue le caractère restrictif des conditions monétaires. Des modèles construits pour d'autres économies de l'OCDE font apparaître que ces forces restrictives sont très puissantes : elles équivalent à une réduction d'environ 4 % du PIB de la zone euro dans son ensemble (Guichard et al., 2009) et sont donc probablement encore plus puissantes en Irlande.

L'effondrement du marché du logement est à l'épicentre de la récession et de la correction des déséquilibres économiques. Le repli de la construction résidentielle a déjà réduit le niveau du RNB d'environ 10 %, et les effets négatifs de la correction sont beaucoup plus étendus. Les prix des logements selon l'indice *permanent/tsb* ont baissé jusqu'en août de 24 % par rapport au pic, sur la base d'une moyenne mobile à trois mois des prix au stade de l'approbation des prêts. D'autres indicateurs dressent un tableau similaire², même si des données fragmentaires tendent à montrer que la baisse des prix sous-jacents pourrait être plus prononcée. Les prix des logements ont reculé dans de nombreux pays de l'OCDE, mais c'est en Irlande que la correction est la plus forte (graphique 1.3). Il est vrai qu'elle a commencé relativement tôt, mais elle est néanmoins plus prononcée qu'aux États-Unis, où la correction s'est amorcée à peu près au même moment. La hausse des prix des logements a été considérable par rapport aux autres pays, et sans précédent en Irlande. Dans ce pays, les prix des logements n'avaient jamais fortement baissé en termes nominaux, exception faite d'une brève période de stagnation dans les années 80, même si les prix réels ont connu une baisse prolongée dans la première moitié des années 80, la contraction étant de l'ordre d'un tiers. Une nouvelle correction en termes réels est maintenant nécessaire pour rééquilibrer le marché, et de nouvelles baisses nominales sont prévisibles.

La consommation a fortement baissé, de près de 9.6 % par rapport au pic au premier trimestre 2009. Elle va sans doute rester faible car les ménages assainissent leurs bilans, cet effet étant accentué à court terme par l'accroissement de l'épargne de précaution dû à une chute record de la confiance des ménages et à la peur du chômage. Même si le pouvoir d'achat bénéficie de la baisse des prix, l'atonie du marché du travail a pesé sur les revenus des ménages. Cette tendance s'accroîtra avec la baisse des salaires et l'augmentation des

Graphique 1.3. **Évolution du marché du logement**

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 85.

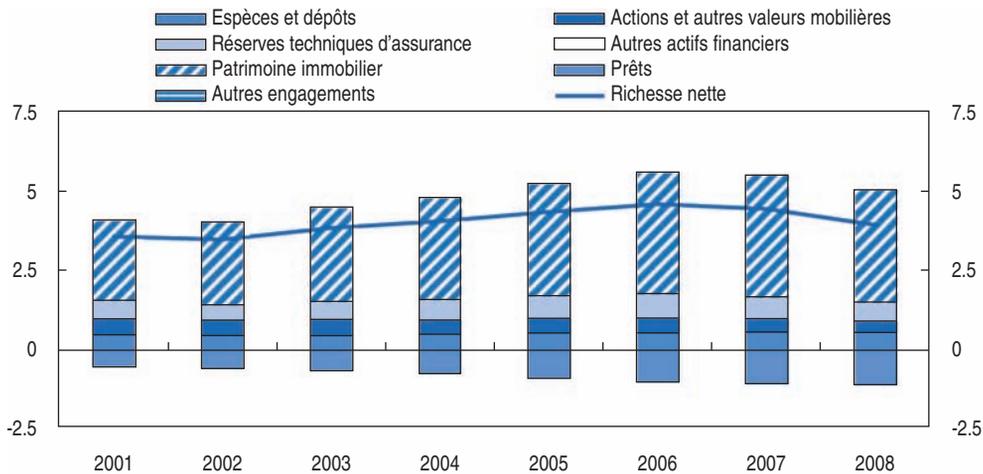
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/732050267547>

impôts : selon les prévisions de l'OCDE, les revenus nominaux après impôts pourraient baisser de 10 % d'ici à la fin de 2010. Le taux d'épargne s'inscrit également sur une forte trajectoire de hausse il a atteint 8.5 % au quatrième trimestre 2008, soit une progression de 7 points en un an. Tandis que cette augmentation peut être due en partie à une aggravation de l'incertitude ; il est probable que l'accroissement de l'épargne reflète pour l'essentiel une brusque réévaluation de la situation des ménages ainsi que le poids de la dette. Des perspectives plus sombres dans les années venir, conjuguées à une contraction des revenus, réduiront considérablement le niveau d'équilibre de la consommation, même s'il faudra du temps au revenu pour s'ajuster pleinement. Par ailleurs, les ménages devraient s'attendre à une baisse des revenus nets dans l'avenir, du fait du gonflement de la dette publique et de l'assainissement budgétaire en cours.

Le patrimoine des ménages s'est considérablement réduit. Alors que les actifs des ménages ont fortement augmenté au cours de la phase d'expansion économique (graphique 1.4), la richesse nette a progressé plus lentement du fait de l'accroissement des emprunts. Le taux d'épargne des ménages a également baissé. La valorisation des actifs a été

Graphique 1.4. Patrimoine des ménages

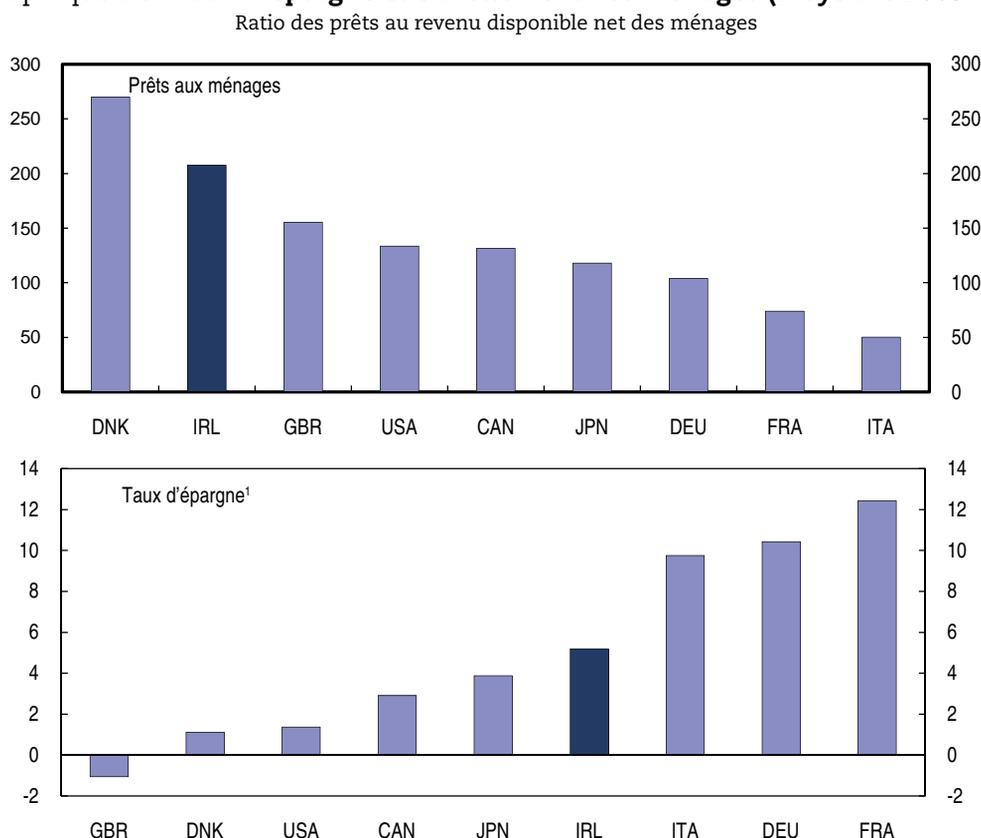
En proportion du PIB nominal tendanciel



Source : OCDE, *Statistiques des comptes financiers* ; Department of Environment, Heritage and Local Government, et Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 85.

due pour une grande part à la hausse des prix des logements et à la montée des cours des actions, qui ont entraîné un accroissement des actifs financiers et des réserves des fonds de pension. Par suite de l'effondrement des cours boursiers, les fonds de pension ont vu s'éroder considérablement la valeur de leurs actifs : de fait, la valeur des fonds de pension a diminué de 40 % environ en Irlande en 2008, soit deux fois la diminution moyenne pour la zone OCDE, ce qui tient au poids relativement élevé des actions dans leurs portefeuilles (OCDE, 2009a). Bien que cette évolution ait été quelque peu atténuée par la reprise récente de marchés des capitaux, il faudrait remédier à cette vulnérabilité qui pourrait avoir des effets importants dans un pays où les pensions privées représentent une part importante de l'épargne pour la retraite, même si la population est aussi jeune par rapport aux niveaux enregistrés dans l'OCDE, laissant plus de temps pour reconstituer l'épargne. Si le patrimoine immobilier a un caractère largement redistributif, la redistribution entraînée par la baisse des prix des logements a pu avoir un effet négatif sur la consommation. En outre, l'endettement des ménages est plus élevé en Irlande que dans d'autres pays (graphique 1.5). Une baisse totale de 30 % des prix des logements impliquerait sans doute que la valeur acquise du logement serait négative pour un cinquième des détenteurs de prêts hypothécaires, le montant de leur crédit immobilier étant supérieur à la valeur du bien (Duffy, 2009).

Outre la forte réduction des dépenses du secteur des ménages, d'autres facteurs pèseront sur la demande (tableau 1.2). Sur le plan intérieur, le durcissement discrétionnaire de la politique budgétaire aura un puissant effet restrictif. Sur le plan international, le monde a connu un effondrement brutal des échanges, même si la baisse des exportations irlandaises n'a pas été particulièrement prononcée au regard de certains autres pays de l'OCDE, l'Irlande s'étant spécialisée dans des activités peu cycliques telles que les produits pharmaceutiques. L'atonie des importations s'est traduite par une contribution positive du solde commercial au PIB ces derniers trimestres, et la balance courante s'oriente vers un excédent. Bien qu'une grande partie de la production irlandaise soit écoulee dans le monde entier, les industries de base plus sensibles aux variations des

Graphique 1.5. **Taux d'épargne et endettement des ménages (moyenne 2005-07)**

1. Le taux d'épargne net prend en compte les variations des avoirs nets des ménages dans les réserves des fonds de pension, sauf pour le Canada, la France et les États-Unis.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 85, et Statistiques des comptes financiers de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/732142128583>

prix sont fortement tributaires des échanges avec le Royaume-Uni et ont donc été touchées par la dépréciation du sterling, du fait à la fois d'un fléchissement des exportations et d'une concurrence accrue de la part des importations.

L'Irlande a déjà connu des circonstances économiques difficiles. Il y a eu une longue période de stagnation dans les années 80, mais la reprise qui s'est ensuivie dans les années 90 et la croissance ultérieure ont été exceptionnellement vigoureuses. Plusieurs facteurs font qu'une reprise aussi robuste apparaît moins probable dans la situation actuelle. *Premièrement*, l'Irlande est aujourd'hui une économie plus mature et n'a donc plus le même potentiel latent pour une croissance de « rattrapage ». *Deuxièmement*, comme on le verra au chapitre 2, un assainissement budgétaire est absolument indispensable. Certes, la politique budgétaire avait été également durcie au début des années 90, mais l'ampleur du resserrement nécessaire est bien plus grande aujourd'hui. *Troisièmement*, comme indiqué au chapitre 3, les taux de remplacement élevés des prestations de chômage, conjugués à l'insuffisance des mesures d'activation, créent le risque d'un chômage persistant pendant une éventuelle reprise. *Quatrièmement*, compte tenu de la crise financière, les entreprises éprouveront sans doute des difficultés pour emprunter lorsque l'économie repartira. *Cinquièmement*, le climat économique international est beaucoup moins propice que lors de la précédente reprise, durant laquelle les marchés d'exportation

Tableau 1.2. Principales évolutions macroéconomiques

	Prix courants, milliards EUR	Pourcentages de variation, volume (prix de 2006)				
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB aux prix du marché	162	5.7	6.0	-3.0	-7.5	-2.4
PNB				-2.8	-10.5	-2.8
Consommation privée	74	7.0	6.0	-0.7	-7.2	-2.2
Consommation publique	25	5.3	6.8	1.5	-2.6	-2.9
Formation brute de capital fixe	43	4.0	1.0	-15.6	-28.9	-16.4
Demande intérieure finale	142	5.8	4.6	-4.6	-11.7	-5.0
Formation de stocks ¹	1	0.3	-0.8	0.1	-1.0	0.7
Demande intérieure totale	143	6.1	3.6	-4.5	-12.7	-4.2
Exportations de biens et services	132	5.7	6.8	-1.0	-2.2	0.9
Importations de biens et services	113	6.4	4.1	-2.0	-7.7	-0.6
Solde extérieur ¹	20	0.3	2.6	0.6	3.8	1.3
<i>Pour mémoire</i>						
Indice des prix à la consommation harmonisé	...	2.7	2.9	3.1	-1.5	-0.3
Indice implicite des prix de la consommation privée	...	2.2	3.0	2.7	-3.6	-1.0
Indice implicite des prix du PIB	...	3.4	1.4	-1.2	-3.9	-1.4
Taux de chômage	...	4.4	4.6	6.0	12.2	14.0
Solde financier des administrations publiques ^{2,3}	...	3.0	0.2	-7.2	-11.5	-11.3
Solde de la balance courante ²	...	-3.5	-5.4	-5.4	-2.2	-0.8

1. Contributions aux variations du PIB réel (en % du PIB réel de l'année précédente), montant effectif dans la première colonne.

2. En pourcentage du PIB.

3. Le solde tient compte des mesures budgétaires supplémentaires annoncées par les autorités pour 2010 dans le budget supplémentaire d'avril 2009.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE et mise à jour provisoire des prévisions des Perspectives économiques de l'OCDE de juin 2009.

de l'Irlande avaient continué de croître, quoique faiblement. Aujourd'hui, on estime que ces marchés se sont contractés d'au moins 15 % par rapport à leur point haut et ne devraient se redresser que mollement vers la fin de 2010.

Par ailleurs, l'Irlande connaît aujourd'hui sa première correction majeure depuis son adhésion à l'UEM. L'ajustement ne pourra pas se faire comme par le passé, lorsque le taux de change nominal pouvait être modulé. De fait, l'Irlande a connu des régimes de changes fixes depuis son indépendance, mais elle a suivi une trajectoire macroéconomique très similaire à celle du Royaume-Uni lorsque sa monnaie a été arrimée au sterling, et il y a eu plusieurs réalignements pendant la période d'adhésion de l'Irlande au mécanisme de change européen (MCE), notamment une dévaluation de 10 % en 1993. En cas de chocs spécifiques au sein d'une vaste union monétaire, il est peu probable que les taux directeurs soient fixés au même niveau que si l'Irlande avait une politique monétaire indépendante, encore que le taux directeur de la BCE soit aujourd'hui proche de zéro.

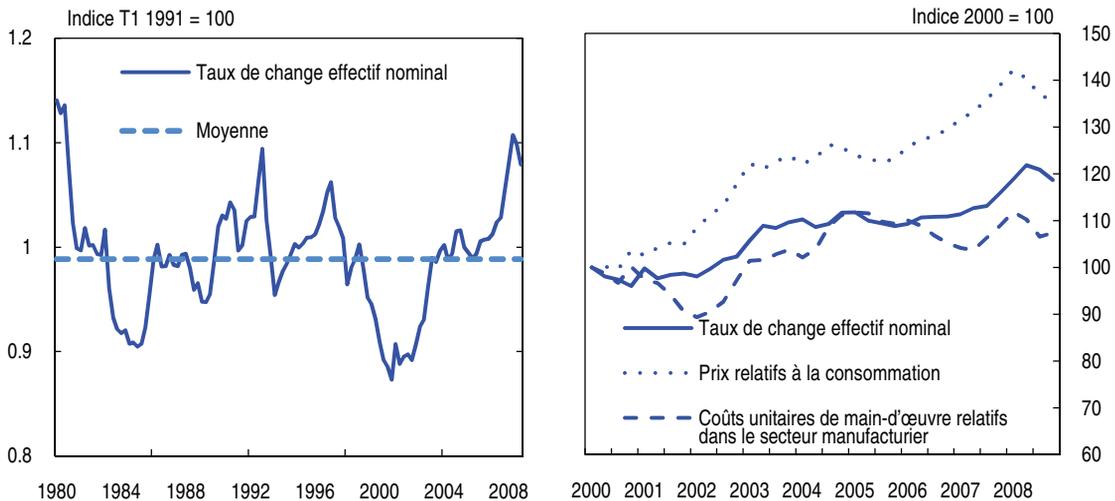
L'ajustement destiné à rééquilibrer l'économie irlandaise en réponse à la baisse de la demande impliquera une réduction des prix, ainsi que des modifications des prix relatifs des différentes branches d'activité. Le niveau de la production potentielle est un facteur crucial du rééquilibrage de la demande et de l'offre conduisant à une reprise. Comme indiqué ci-après, le niveau soutenable de la production diminue, et sera probablement plus bas qu'on ne l'avait estimé. Étant donné que l'offre se contracte tandis que la demande décroît, il est difficile de savoir si les prix de l'économie intérieure devraient être plus

élevés ou plus bas pour que l'équilibre s'établisse. Toutefois, selon des estimations de l'OCDE, il existe un sous-emploi considérable des ressources dans l'économie, même si cette atonie de la demande n'explique qu'en partie la baisse globale de la production depuis le pic du cycle (OCDE, 2009). Au sein d'une union monétaire et compte tenu de la nécessité urgente d'un assainissement budgétaire, les autorités ne sont guère en mesure de stimuler la demande interne par rapport à son niveau actuel. Une diminution du niveau des prix devrait doper la demande de biens et de services en augmentant le pouvoir d'achat. Pour une petite économie ouverte comme l'Irlande, l'ajustement économique intervient surtout du fait de la stimulation de la compétitivité extérieure. La baisse des prix rend les biens non exportables plus attractifs pour les consommateurs et incite à réorienter la production vers les biens exportables. Cette correction des prix a des implications importantes pour les salaires nominaux. Pour maintenir les salaires réels, il faut abaisser les salaires nominaux si le niveau des prix diminue. En outre, pour restaurer la compétitivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre doivent être plus faibles pour réduire les coûts de la production des biens exportables, ce qui ferait à son tour baisser le salaire réel défini en fonction du prix à la consommation. Dans le contexte du retour à l'équilibre économique pour un niveau de production plus bas et plus durable, les salaires réels et les coûts moyens seront probablement plus bas que dans le passé récent.

Il apparaît qu'un ajustement considérable des salaires et des prix est déjà en train de se produire. L'inflation a brusquement ralenti et le niveau général des prix décroît : la hausse de l'IPC global en glissement annuel est tombée à -5.9 % en août 2009, contre un taux positif de 4.3 % un an plus tôt. La baisse des coûts hypothécaires explique en grande partie ce recul, de même que l'inversion de la vive hausse des prix mondiaux des produits alimentaires et de l'énergie. La hausse de l'IPCH de base, hors alimentation et énergie et abstraction faite de la composante des coûts du logement, s'est également décélérée, pour devenir négative à -1.5 % en août 2009. Selon les prévisions de l'OCDE, l'Irlande connaîtra une période de légère déflation, c'est-à-dire une baisse du niveau général des prix, à la fois en termes globaux et en termes sous-jacents. Comme indiqué au chapitre 3, il apparaît aussi que les salaires baissent à un rythme rapide : d'après les prévisions de l'OCDE, les salaires nominaux moyens diminueront de 5 % environ par rapport à leur point haut (OCDE, 2009b). Cet ajustement est sans précédent parmi les pays industrialisés au cours de la période récente.

Une question cruciale est de savoir jusqu'où les prix et les salaires devront descendre pour rétablir l'équilibre macroéconomique et la compétitivité. La réponse dépendra en partie des évolutions qui interviendront ailleurs. Toutefois, l'ampleur de la baisse des prix et des salaires en Irlande apparaît exceptionnelle en comparaison de la plupart des pays de l'OCDE : cette contraction contribue donc effectivement à améliorer sa position relative. Malgré des baisses relativement fortes, les salaires et les prix restent élevés en Irlande par rapport aux autres pays. Le niveau général de compétitivité est particulièrement difficile à évaluer dans le contexte irlandais, car il dépend de la productivité et de la valeur de la production supplémentaire rapportée au coût. Ces éléments sont difficiles à mesurer pour l'Irlande en raison de l'importance dans la production totale de certaines activités à très forte valeur ajoutée mesurée mais à relativement faible intensité de main-d'œuvre. Selon des calculs fondés sur des modèles plus élaborés, la surévaluation du taux de change réel pourrait atteindre 20 % (FMI, 2009). Quel que soit le niveau mesuré, il est clair que la compétitivité s'est dégradée au cours de la période 2000-07 (graphique 1.6). Par rapport au passé, les exportations irlandaises sont

Graphique 1.6. Indicateurs de la compétitivité

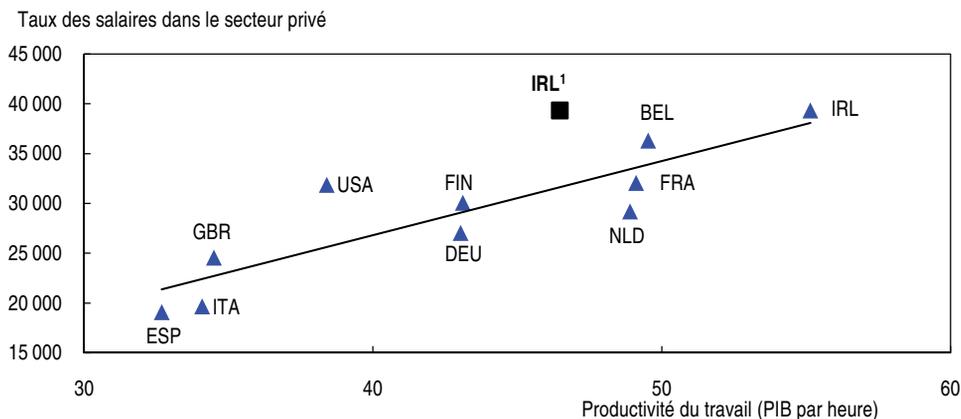


Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 85.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/732144431776>

probablement beaucoup plus sensibles aux prix car elles comportent une forte proportion de produits plus élaborés pour lesquels il y a peu de substituts, à quoi s'ajoute le poids du commerce intra-entreprise. Un exercice simple tend à montrer que les salaires sont nettement supérieurs aux niveaux compatibles avec l'évolution de la productivité, définie de manière approximative par le revenu national, mais cette comparaison sommaire dépend de façon cruciale du niveau véritable de la productivité du travail (graphique 1.7). Alors que le secteur exportateur est confronté à une vive concurrence internationale, les secteurs intérieurs abrités sont à maints égards protégés contre des pressions concurrentielles fortes, comme indiqué au chapitre 4. L'ajustement des prix pourrait donc être plus limité dans ces secteurs, ce qui signifie qu'un ajustement plus poussé sera nécessaire sur le front extérieur. Les mesures visant à accroître les pressions concurrentielles dans les secteurs protégés seraient donc utiles, à la fois pour réduire les coûts internes et pour accroître la flexibilité des prix.

Graphique 1.7. Salaires et productivité (2008)



1. La productivité du travail de l'Irlande est calculée à partir du PNB et non du PIB.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 85.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/732160503075>

La déflation envisagée comme moyen de restaurer la compétitivité comporte des risques et il y a peu de précédents récents sur lesquels s'appuyer. Un risque majeur est celui de la déflation de la dette : la valeur de la dette est en général spécifiée en termes nominaux lors de son émission, de sorte qu'une baisse des prix accroît la valeur réelle de l'encours de la dette. Le problème est particulièrement sérieux si la baisse des prix est inattendue. Lorsque les titres d'emprunt ont un taux d'intérêt variable comme c'est le cas de la plupart des emprunts hypothécaires en Irlande, ce problème peut être atténué du fait que le taux d'intérêt nominal s'ajuste à la baisse en fonction de la dérive des anticipations inflationnistes. Toutefois, les emprunteurs irlandais sont confrontés à des taux d'intérêt qui dépendent des anticipations de l'inflation dans la zone euro, et non de l'inflation irlandaise, de sorte qu'ils ne bénéficieront pas pleinement de cet effet. L'impact total de la déflation de la dette est inférieur à son impact sur les ménages débiteurs, car les prêteurs tirent profit de l'accroissement de la valeur réelle des créances.

La déflation a aussi d'autres conséquences. Premièrement, comme les taux d'intérêt nominaux sont fixés à un niveau approprié pour la zone euro, le taux d'intérêt réel en Irlande pourrait être relativement élevé et, si une nouvelle baisse des prix est attendue, les ménages seront fortement incités à différer leur consommation. Deuxièmement, à certains égards l'inflation n'est pas neutre. En particulier, les prestations sociales et les éléments du système fiscal ne sont pas indexés sur les salaires ou sur les prix, même s'ils ont été généralement majorés dans le passé pour tenir compte de la hausse du coût de la vie. Il sera important d'effectuer les ajustements nécessaires afin de refléter l'évolution du coût de la vie, à la fois pour maintenir des valeurs appropriées en termes réels et pour éviter de créer de nouvelles tensions sur les finances publiques.

Au sein de l'Union monétaire, les autorités irlandaises disposent d'assez peu d'instruments pour étayer la demande. De surcroît, la situation budgétaire exige un assainissement budgétaire énergique. Celui-ci pèsera inévitablement sur la demande, même s'il convient de ne pas trop concentrer l'assainissement en début de période afin d'éviter les effets négatifs sur l'activité et si ces effets peuvent être en partie atténués par les réponses de type ricardien à l'assainissement. Il faut également résoudre la crise bancaire. L'ajustement dans le secteur privé par le biais des prix et des salaires apparaît assez rapide pour l'heure, et l'Irlande pourrait s'en tirer mieux que d'autres pays comme le Portugal et l'Allemagne qui ont enduré de nombreuses années de performances économiques médiocres pour résorber les séquelles des flambées de la construction et restaurer leur compétitivité au sein de l'Union monétaire. En outre, à quelques grandes exceptions près, le cadre de politique structurelle est relativement propice à un redéploiement efficace des ressources.

Régler la crise bancaire

La normalisation des conditions financières (et notamment l'assainissement du secteur bancaire) est une condition préalable à la reprise économique. L'incertitude et le poids des pertes potentielles sur les prêts antérieurs ont engendré de fortes restrictions au fonctionnement normal du système financier en Irlande et dans les autres pays. L'enquête sur le crédit bancaire réalisée par la Banque centrale européenne (BCE) fait apparaître un durcissement considérable des normes de crédit jusqu'en juillet 2009, plus prononcé en Irlande que dans la zone euro (même si le nombre restreint des établissements irlandais rend cet indicateur difficile à interpréter) et ce durcissement semble s'être poursuivi à un rythme accéléré jusqu'à la date de la dernière observation. Les enquêtes de conjoncture

dénotent aussi un resserrement du crédit bancaire. En outre, les écarts d'intérêt sur les prêts bancaires ont augmenté. Bien qu'il ressorte des enquêtes que la demande de prêts a aussi nettement fléchi, la hausse des marges de prêt et le durcissement des conditions hors prix ont déprimé le crédit. Le repli des banques étrangères a entraîné une nette réduction de l'offre de crédit bancaire. Globalement, le crédit au secteur privé avait reculé de 3 % en glissement annuel en août, soit une forte décélération par rapport à un taux de croissance de 12.8 % une année auparavant. L'encours de crédit est passé par un point haut à la fin de 2008 et est maintenant un peu inférieur à ce niveau. Ces chiffres sont exprimés en valeur nette des provisions, qui ont fortement progressé. Le taux de croissance du crédit hypothécaire a brutalement ralenti et l'on a constaté un important flux de remboursements d'emprunts en cours.

Même si l'érosion de la confiance dans les banques irlandaises durant la tourmente financière a limité dans un premier temps leurs possibilités d'emprunt, cette détérioration reflétait des carences sous-jacentes. Avant la crise financière, les établissements irlandais se finançaient massivement à court terme sur les marchés interbancaires internationaux (tableau 1.3). En 2007, 40 % environ des fonds de l'ensemble des établissements de compensation venaient des dépôts interbancaires. Aussi, lorsque des difficultés sont apparues à la mi-2007 sur le marché américain des crédits hypothécaires à risque et que les banques ont hésité à s'accorder mutuellement des prêts à cause de l'incertitude entourant l'ampleur et la répartition des pertes, les établissements irlandais ont été particulièrement touchés. Cette dégradation s'est produite en dépit d'informations publiques indiquant que ces établissements n'avaient pas d'engagements substantiels sur le compartiment des prêts à risque, informations provenant en partie d'une enquête publiée par la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (CBFSAI). Du fait des difficultés auxquelles elles ont été confrontées, les banques ont enregistré une vive hausse des marges sur leurs contrats d'échange sur défaut de crédit et une forte baisse des prix de leurs actions : tandis que dans

Tableau 1.3. Bilan global des établissements des grandes institutions nationales de crédit

	Décembre 2002		Décembre 2007	
	Milliards EUR	% du total de l'actif	Milliards EUR	% du total de l'actif
Total de l'actif/du passif	128		441	
Titres d'emprunt	8	6.6	70	15.8
Dépôts interbancaires	42	32.5	183	41.6
<i>dont : établissements étrangers</i>	36	27.9	117	26.6
Fonds propres et réserves	9	7.3	22	5.0
Dépôts à la banque centrale	2	1.8	5	1.2
Autres dépôts	64	50.1	131	29.7
Crédits hypothécaires résidentiels	16	12.3	51	11.6
Autres prêts	53	41.6	168	38.1
Autres actifs	59	46.2	222	50.3
Ratio de levier financier ¹	13.8		19.9	
Déficit de financement ²	44	34.2	288	65.3
PNB	106		161	

1. La mesure simple du ratio de levier financier est définie comme le rapport des actifs totaux au capital et aux réserves.

2. La mesure simple du déficit de financement est définie comme le total des engagements déduction faite des dépôts, du capital et des réserves.

Source : Banque centrale et Autorité des services financiers de l'Irlande.

l'ensemble de la zone euro les prix des actions se situent autour de 60 % de leur niveau de janvier 2007, les valeurs financières se sont repliées plus fortement et les institutions financières irlandaises ont été particulièrement touchées. Par rapport au pic des valeurs de février 2007 jusqu'au creux de mars 2009, les prix des actions des deux principales banques ont diminué de plus de 98 %, bien qu'ils se soient sensiblement redressés depuis. Actuellement, leurs actions valent moins d'un quart de leur valeur maximum, en dépit de l'effet bénéfique d'une aide publique massive.

Cependant, le problème sous-jacent réside dans le fait que le système bancaire irlandais a contracté d'énormes emprunts pour financer une expansion effrénée du crédit, massivement concentrée sur l'immobilier. Le total des actifs des principales banques irlandaises (banques de compensation travaillant pour le grand public essentiellement au niveau intérieur) représente environ cinq fois le PIB annuel, montant bien plus élevé que cela ne semble le cas dans la plupart des autres pays industriels (encadré 1.1)³. La majeure partie des crédits accordés par ce groupe d'établissements a été octroyée à des résidents irlandais. Les prêts totaux aux résidents irlandais de toutes provenances représentent environ deux fois un quart le PIB. Ces banques ont aussi beaucoup prêté à l'étranger, mais dans ce cas les prêts privilégiaient souvent des actifs liés à des biens immobiliers et des

Encadré 1.1. **Quelle est la taille réelle du secteur bancaire irlandais ?**

Une comparaison de la « taille » des banques d'un pays à l'autre offrirait un indicateur utile de l'état des systèmes financiers et des risques qu'ils posent à leurs économies nationales respectives. Malheureusement, dans ce domaine, les données comparables au plan international sont rares et difficiles à interpréter.

Un problème crucial vient de ce que la banque et la finance seront des activités très internationales. Qu'entend-on exactement par banque « irlandaise » ? La plupart des comptes nationaux et des autres sources de statistiques financières définissent la nationalité en termes de résidence : les banques résidentes en Irlande englobent les activités des banques irlandaises réalisées par le biais de sociétés nationales, les filiales de banques étrangères de droit irlandais et soumises à la réglementation irlandaise, et les succursales de banques étrangères qui sont réglementées par leurs autorités d'origine. Sont exclues les filiales étrangères de banques irlandaises et les succursales de banques irlandaises à l'étranger.

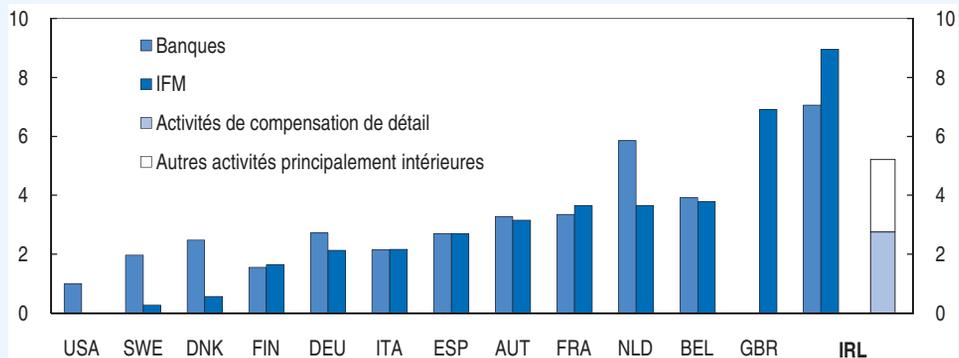
Mais dans nombre de cas, la « résidence » n'est pas le concept économique pertinent. Les banques résidentes irlandaises ne sont pas nécessairement contrôlées par des intérêts irlandais, puisque cette catégorie englobe les succursales et filiales à capitaux étrangers mais exclut les activités étrangères de banques ayant leur siège en Irlande. Bien entendu, même des groupes bancaires ayant leur siège en Irlande ont des actionnaires étrangers. De plus, le crédit à l'économie irlandaise n'émane pas nécessairement de banques résidentes. *A contrario*, des banques résidentes en Irlande n'ont pas nécessairement des liens étroits avec le système économique et financier intérieur. La responsabilité des autorités de réglementation, y compris lorsqu'un soutien public s'avère nécessaire, ne s'applique pas uniquement aux établissements financiers résidents. Le recours au critère de la « résidence » pour couvrir d'autres aspects du système bancaire pose un problème particulier en Irlande, où l'International Financial Services Centre (IFSC) abrite les activités d'un large éventail d'institutions bancaires internationales qui n'ont souvent que peu de liens avec l'économie irlandaise.

Encadré 1.1. Quelle est la taille réelle du secteur bancaire irlandais ? (suite)

Les estimations de la taille du secteur bancaire irlandais en termes d'actif total varient considérablement suivant l'indicateur statistique utilisé (graphique 1.8). Les estimations les plus élevées couvrent les institutions financières et monétaires (IFM) résidentes en Irlande. Cette catégorie englobe les fonds communs de placement sur le marché monétaire, soit environ un cinquième du total, dont les actifs et les passifs sont en grande partie étrangers. Les évaluations de la taille des seules banques résidentes donnent une estimation sensiblement plus basse pour l'Irlande. Les données qui portent plus précisément sur les banques à capitaux irlandais et sur les banques actives sont disponibles auprès de la banque centrale irlandaise. Elles couvrent les « banques de détail recevant des dépôts », celles qui ont les liens les plus étroits avec l'activité intérieure et qui sont principalement contrôlées par des capitaux irlandais, et d'autres banques ayant des activités « principalement » intérieures. En Irlande, la taille des banques ayant des liens étroits avec l'économie intérieure apparaît bien plus grande en proportion du PIB que dans beaucoup d'autres pays de l'OCDE, même s'il est difficile d'établir des comparaisons internationales précises faute de données comparables d'un pays à l'autre fondées sur ces définitions.

Graphique 1.8. Différentes mesures de la taille du secteur bancaire (2008)

En proportion du PIB



Source : Banque centrale européenne, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, OCDE, Statistiques sur la rentabilité des banques.

marchés étroitement corrélés à l'Irlande, les banques irlandaises s'étant montrées très actives pour fournir des prêts hypothécaires au Royaume-Uni, lorsque l'expansion immobilière battait son plein dans ce pays. La diversification des risques était donc faible. En 2007, plus de 60 % des prêts étaient liés au secteur immobilier (CBFSAI, 2007). Des crédits considérables ont été accordés aux secteurs de la construction de logements et de l'immobilier commercial, à quoi se sont ajoutés les prêts hypothécaires résidentiels. En 2007, le segment des achats pour location représentait 23 % de l'encours des créances hypothécaires. L'expansion du crédit est spectaculaire : entre 2002 et 2007, le total des actifs a été multiplié par un facteur de presque 3.5, ce qui a alimenté une forte hausse des prix des biens immobiliers. En conséquence, la valeur des garanties a augmenté et de nouveaux crédits sont devenus possibles. Mais les banques se trouvaient de ce fait plus vulnérables en cas de reversement du cycle. En outre, la dépendance absolue et relative à

l'égard des financements à court terme a accentué l'asymétrie des échéances sur les bilans des banques et a rendu celles-ci plus vulnérables à des pénuries de liquidités. De surcroît, même si les coefficients de fonds propres de niveau 1 pondérés par les risques étaient globalement maintenus, le ratio d'endettement mesuré par la valeur des actifs pour chaque unité de fonds propres a fortement augmenté. La prise de risque accrue a amplifié la vulnérabilité des établissements irlandais à des phénomènes d'inversion et a abouti à une énorme expansion du crédit qui était en soi insoutenable.

Les banques vont probablement accuser de très lourdes pertes sur leurs actifs. Mais l'ampleur effective de ces pertes est pour l'essentiel inconnue à l'heure actuelle. Elle dépend à la fois de la nature exacte des prêts que les banques ont octroyés, de la question de savoir si certains projets spécifiques produiront le rendement escompté et de la situation générale de l'économie et de la disponibilité du crédit. En particulier, les prêts liés à des opérations immobilières représentent une fraction importante des bilans bancaires et sont largement tributaires de la performance de l'économie à l'avenir, les valeurs foncières futures constituant en fin de compte leur niveau plancher. Selon Standard & Poor's, par exemple, le coût des renflouements de banques en Irlande se situe entre 20 et 25 milliards d'euros. Les provisions constituées par Anglo Irish Bank pour les six mois s'achevant en mars 2009 s'élevaient à 4.1 milliards d'euros. Ces sommes sont très élevées au regard du montant des fonds propres et de la capacité immédiate des banques irlandaises de générer des bénéfices.

Assurer le financement des banques

Le 30 septembre 2008, au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, un mécanisme de garantie a été mis en place pour pallier le manque de confiance du marché dans les établissements d'importance systémique (du fait des craintes sur la viabilité du système bancaire irlandais) tout en renforçant l'assurance des dépôts. Le mécanisme de garantie couvre la quasi-totalité des actifs bancaires (dépôts de la clientèle de détail et financements sur le marché) pour deux ans à partir du 30 septembre 2008, avec réexamen tous les six mois. La garantie, à caractère volontaire, couvre les banques qui ont des activités intérieures importantes en Irlande. Pour en bénéficier, les établissements doivent accepter des contrôles supplémentaires sur leurs activités, de sorte que les autorités de surveillance ont accru considérablement leur intervention dans le système bancaire et ont accès à des informations complémentaires. Le volume des garanties est très important : les engagements initialement couverts en septembre 2008 s'élevaient à 365 milliards d'euros. Ce montant a sensiblement diminué depuis lors et, pour le deuxième trimestre de 2009, il représentait en moyenne 275 milliards d'euros, soit environ 1.5 fois le PIB annuel. Les banques acquittent des commissions de garantie en fonction des estimations initiales du surcoût des emprunts publics liés au programme. Ces commissions représentaient quelque 10-15 points de base et devaient permettre de lever un milliard d'euros sur la durée de vie du mécanisme. Bien que le dispositif ait été approuvé dans le contexte du régime communautaire des aides d'État, les commissions doivent être calculées comme une prime d'assurance et pas uniquement en fonction de l'effet estimé sur les coûts de financement public. Le prix de la garantie apparaît très faible compte tenu de la hausse des coûts de financement public au cours de l'année écoulée et de l'augmentation des taux des contrats d'échange sur défaillance applicables aux banques irlandaises. Toutefois, d'autres facteurs, notamment le déficit public, ont aussi eu une incidence sur les coûts. Ce régime comporte donc un important élément de transfert en faveur du système bancaire. Il

conviendrait de faire face à ce déséquilibre dès que possible pour diminuer le montant du transfert et ramener les coûts pour les établissements à un niveau plus conforme à ceux supportés par leurs homologues européens.

Dans l'ensemble, la garantie initiale était plus complète que les dispositifs similaires mis en place dans beaucoup d'autres pays, même si cela s'explique par l'apparition plus précoce de tensions sur les liquidités en Irlande. Les autorités irlandaises ont été confrontées à l'urgente nécessité d'agir et n'ont pas pu attendre la définition d'une approche commune avec les autres pays. En outre, le financement sur le marché était très développé en Irlande, de sorte que des efforts pour garantir exclusivement les dépôts auraient eu un impact plus limité qu'ailleurs. Même si les autorités n'avaient guère de choix dans le court terme, l'émission de ce type de garanties pose un certain nombre de problèmes. Le plus immédiat consiste à définir une stratégie de sortie de telle sorte que les banques empruntent de nouveau sans soutien public. Un nouveau système de garantie des engagements éligibles a été proposé en remplacement du dispositif existant : il s'agit de garantir les titres de créances (y compris les dépôts) émis par les établissements participants jusqu'au 29 septembre 2010 avec une échéance de cinq ans maximum, la commission de garantie étant fixée en fonction des directives de la BCE. Si ce nouveau système est approuvé, il permettra aux banques d'émettre, grâce à la garantie, des titres de créances à échéances plus longues et déterminera aussi la durée de validité de ces dispositions. Des garanties de l'ampleur de celles fournies en Irlande ont une forte incidence sur la façon dont les problèmes bancaires sont résolus et compliquent encore le transfert d'une partie des pertes aux créanciers privés. Dans le long terme, les garanties mises en place en Irlande et ailleurs ont aggravé l'aléa moral, car les banques vont sans doute s'attendre à être de nouveau protégées lorsqu'elles seront en difficulté, ce qui rend d'autant plus nécessaire l'instauration d'une réglementation et d'une surveillance énergiques.

Avant la mise en place du programme de garantie, une modification avait été apportée au système de garantie des dépôts en septembre 2008, avec le relèvement du plafond de 20 000 euros à 100 000 euros par déposant et par établissement, et la suppression du précédent élément de coassurance, de telle sorte que la totalité des dépôts est couverte, initialement par l'intermédiaire du Deposit Protection Scheme (DPS) puis par une garantie publique directe. Le seuil de couverture actuellement de 50 000 euros dans l'Union européenne sera porté à 100 000 euros d'ici à la fin de 2009. Après l'adoption d'une nouvelle directive en mars 2009 modifiant la directive communautaire de 1995 relative aux systèmes d'assurance des dépôts, une nouvelle législation a été adoptée en Irlande. Elle ramène le délai de remboursement des créances de trois mois à 20 jours ouvrables, étend le dispositif aux coopératives de crédit et apporte un certain nombre de modifications institutionnelles. Ce délai de remboursement, bien que conforme à la nouvelle directive de l'UE, est relativement long par rapport à certains autres pays de l'OCDE (comme les États-Unis) et pourrait ne pas suffire à rassurer les épargnants. Il faudrait donc envisager de le réduire encore, de façon qu'il ne dépasse pas par exemple sept jours ouvrables – délai de remboursement ciblé par le Royaume-Uni pour 2010 – et prendre des mesures opérationnelles appropriées pour assurer la crédibilité du dispositif. Les autorités ont simplifié le DPS en supprimant le mécanisme de compensation nette des différents comptes détenus par un même déposant, ce qui facilite l'administration du dispositif. Au fil du temps, les contributions des banques au fonds, qui représentent actuellement 0.2 point de pourcentage des dépôts éligibles, devraient être majorées pour tenir compte de

l'extension de la couverture fournie ainsi que d'éventuelles révisions de la probabilité de remboursement, à la fois pour les établissements individuels et pour plusieurs établissements en même temps. Il faudrait envisager de pondérer les contributions en fonction des risques.

Bien que la prime de risque sur les emprunts des banques irlandaises reste plus élevée qu'avant la crise financière, le système de garanties a permis aux établissements de conserver leur accès aux marchés internationaux. Les conditions sur les marchés interbancaires s'étant améliorées ces derniers mois, les banques irlandaises ont bénéficié de cette baisse des coûts de financement. Les deux plus grandes banques ont émis des titres dont l'échéance va au-delà de la période de garantie de septembre 2010. L'expansion du bilan de la BCE depuis août 2005 a également apporté un soutien considérable au système bancaire irlandais : les dépôts des banques de détail auprès de la banque centrale sont passés de moins de 41.64 milliards d'euros avant la crise à près de 46 milliards d'euros en juin 2009, soit un accroissement bien plus rapide que celui du bilan de l'Eurosystème dans son ensemble et représentant près de 8 % du total des passifs des banques de détail irlandaises. Le volume de l'encours des créances hypothécaires qui ont été titrisées a lui aussi fortement augmenté, sans doute parce que la titrisation de ces actifs les rend éligibles à une prise en pension par la BCE et en fait donc une source de liquidités.

Assainir le système bancaire

Étant donné l'ampleur des pertes accumulées et prévisibles, il faut veiller à ce que le système bancaire soit assaini et apte à fonctionner normalement. Pour cela, les banques doivent être suffisamment capitalisées et ne pas souffrir de l'incertitude concernant les pertes futures. Comme dans la plupart des autres pays, les autorités irlandaises ont fourni des fonds propres aux grands établissements. Mais l'Irlande se distingue par le fait qu'elle a mis en place la National Asset Management Agency (NAMA) pour gérer les actifs à problème (OCDE, 2009c)⁴.

En décembre 2008, le gouvernement a annoncé son intention de recapitaliser les banques afin d'accroître la stabilité du système financier et de restaurer la confiance dans les établissements irlandais. À la suite du plan initial prévoyant l'injection de 5.5 milliards d'euros dans les trois principales banques, un train de mesures a été annoncé le 11 février 2009 pour Allied Irish Bank (AIB) et Bank of Ireland (BOI), après la nationalisation d'Anglo Irish Bank en janvier 2009. En vertu de ce dispositif, le gouvernement a fourni 3.5 milliards d'euros de fonds propres de catégorie 1 à l'AIB et un montant identique à la BOI, sous la forme d'actions privilégiées assorties d'un dividende de 8 % payable en numéraire ou en actions ordinaires, au gré des banques. Les établissements ont la possibilité de racheter ces actions privilégiées à leur valeur nominale pendant les cinq premières années, et avec une surcote de 25 % par la suite. Des bons de souscription permettent à l'État d'acheter jusqu'à 25 % des actions ordinaires de chaque établissement à des prix d'exercice qui correspondent à une très faible valorisation des actions des banques, prix qui ont été par la suite atteints mais qui sont inférieurs aux cours actuels. Bien que le rendement de 8 % applicable aux actions privilégiées incite fortement les banques à rembourser l'investissement de l'État, il représente aussi un prélèvement supplémentaire sur la trésorerie des banques. Le recours aux actions privilégiées empêche le contribuable de réaliser des gains exceptionnels en cas d'amélioration de la performance des banques. Un certain nombre de conditions supplémentaires ont été imposées. Le ministre a le pouvoir de nommer 25 % des directeurs de chaque banque et détient 25 % des droits de vote pour les nominations ; les banques doivent obtenir une autorisation pour apporter de

nouvelles modifications à leur structure capitalistique. Les banques ont également accepté de réduire la rémunération des cadres supérieurs. Chaque établissement s'est engagé à accroître de 30 % sa capacité de prêt aux primo-accédants à la propriété, d'augmenter de 10 % l'offre de crédit aux petites et moyennes entreprises, de participer à un « groupe de règlement » chargé de pallier le manque de crédit pour des projets viables, et de contribuer au financement de l'investissement en capital-risque et de l'innovation « verte ». En avril, l'AIB s'est engagée à générer 1.5 milliard d'euros de capitaux supplémentaires, compte tenu des besoins définis par des auditeurs indépendants dans le cadre de la procédure de diligence raisonnable prévue pour la capitalisation initiale. Toutes les banques doivent respecter de nouveaux codes de conduite pour les prêts aux entreprises et les arriérés hypothécaires. En mai 2009, après la publication des résultats semestriels de l'Anglo Irish Bank, les autorités se sont engagées à fournir jusqu'à 4 milliards d'euros de capital à Anglo, un montant initial de 3 milliards étant fourni en juin 2009. Anglo a aussi accru son capital de 1.6 milliards d'euros au moyen d'un exercice de rachats de dettes achevé en août 2009.

La recapitalisation des banques et la création de la NAMA sont des étapes importantes vers le règlement efficace de la crise bancaire. Bien que l'Irlande n'ait pas eu expressément recours à des « tests de résistance financière » publics comparables à ceux pratiqués aux États-Unis, les autorités ont pu se faire une idée précise de l'état du système bancaire avec les analyses associées au programme de garantie, réalisées en partie par des consultants indépendants, et agir en conséquence. Cela a permis de définir les obligations d'assainissement des établissements et de traiter Anglo Irish Bank différemment des autres institutions. Cette forme de « tri » est extrêmement importante pour s'attaquer en temps voulu aux problèmes sous-jacents, même si l'on ne dispose que d'indications fragmentaires sur les solutions efficaces et si chaque crise diffère des autres, des données empiriques multipays tendent à montrer que si on laisse des établissements affaiblis poursuivre longtemps leurs activités, les coûts budgétaires du règlement des crises bancaires peuvent en être considérablement alourdis (OCDE, 2002).

L'Agence nationale de gestion d'actifs (National Asset Management Agency, NAMA) a été envisagée en avril 2009 afin de racheter les créances liées à des opérations immobilières (encadré 1.2). La mise en place d'une structure de défaisance pour traiter les prêts compromis est susceptible d'améliorer les chances de minimiser les pertes sur ces prêts en autorisant une plus grande spécialisation dans le traitement des actifs compromis et en veillant à ce que cette restructuration soit le principal objectif de la direction. Étant donné le volume des prêts liés à des opérations immobilières en Irlande, la NAMA pourrait jouer un rôle important en veillant à ce que les prêts accordés par différentes banques soient restructurés de façon à préserver au maximum leur valeur, en internalisant certaines des externalités qui peuvent se produire entre différents projets immobiliers. Pour remplir sa mission, la NAMA doit disposer des ressources et des compétences requises, ses collaborateurs doivent être dûment incités à réaliser ses objectifs et son indépendance vis-à-vis des pressions politiques et industrielles doit être assurée.

Il importe aussi que le champ d'action de la NAMA ne soit pas trop étroit : comme on le verra plus loin, l'Irlande a une expérience limitée des pertes sur les prêts hypothécaires aux ménages, mais il est possible que les tensions soient plus fortes dans l'épisode actuel que par le passé et qu'il en résulte des pertes dans ce segment également. Le projet de législation envisage que la NAMA puisse intervenir sur d'autres catégories d'actifs, ce qui étendrait son champ d'action et sa portée, bien que les autorités aient indiqué que telle n'était pas leur intention pour le moment.

Encadré 1.2. **La National Asset Management Agency**

En avril 2009, il a été proposé que l'Agence nationale de gestion d'actifs (National Asset Management Agency, NAMA) prenne en charge les créances liées à des opérations immobilières inscrites au bilan des banques. Conjuguée si besoin à de nouvelles injections de capitaux, cette structure renforcerait la capacité des banques d'accorder de nouveaux prêts en réduisant l'incertitude sur leurs pertes futures et en améliorant leur position de fonds propres. Le projet de législation a été publié en juillet la proposition soumise au Parlement en septembre 2009. Elle est actuellement en cours d'approbation au Parlement et les aspects précis du système restent donc à confirmer. La NAMA est une entité semi-publique placée sous la tutelle de la National Treasury Management Agency (NTMA). Les principales caractéristiques de cette structure sont les suivantes :

La **participation** des banques est volontaire. On s'attend à ce que cinq des établissements couverts par le système de garantie cherchent à participer, notamment l'Anglo Irish Bank, qui a été nationalisée.

Les **actifs couverts** sont les prêts pour l'acquisition de terrains à bâtir et certains prêts connexes. En demandant à participer, les banques devront convenir de céder à la NAMA toutes les créances que celle-ci a jugé admissibles à un transfert. La valeur actuelle des actifs comptables que ces établissements prévoient de transférer à la NAMA est d'environ 77 milliards d'euros, dont 49 milliards de prêts pour l'acquisition de terrains et les travaux de construction et le reste sous la forme de prêts connexes. On estime que 9 milliards d'euros correspondent à des intérêts accumulés. Il est prévu que le portefeuille contienne environ 21 500 prêts correspondant à environ 2000 clients, essentiellement en Irlande mais aussi au niveau international. Le rapport valeur/prêt moyen se situe, selon les estimations à environ 77 %. La Anglo Irish Bank serait à l'origine 28 milliards de prêts, alors que 24 milliards et 16 milliards viendraient, respectivement, de l'Allied Irish Bank et de la Bank of Ireland.

L'**évaluation des actifs** par la NAMA est fondée sur la valeur marchande du moment de la sûreté sous-jacente, ajustée pour tenir compte de la valeur économique à long terme. La méthode d'évaluation sera conforme aux directives de l'UE. Dans la pratique, on part de l'hypothèse illustrative d'une baisse moyenne de 47 % de la valeur des biens pris en garantie depuis le début des prêts, mais d'une valeur économique à long terme des actifs se situant aux alentours de 15 % de la valeur marchande estimée du moment. La NAMA paierait ainsi 54 milliards d'euros pour les prêts, soit une décote de 30 % par rapport à leur valeur comptable actuelle.

Il existe un **mécanisme de partage des risques**, aux termes duquel 5 % des titres de l'État ou de la dette garantie utilisés pour acquérir les actifs des banques revêtent la forme d'une dette subordonnée, qui ne sera pas remboursée si la NAMA enregistre des pertes sur ces prêts. On estime que cette marge, associée à un redressement de 10 % des prix des actifs (et non des 15 % pris comme hypothèse plus haut) éviterait toute perte pour le contribuable.

Le gouvernement prévoit d'instituer un **prélèvement** pour recouvrer les pertes éventuelles de la NAMA au, en cours de sa période d'activité.

La création de la NAMA devrait en principe contribuer à dissiper l'incertitude entourant les pertes futures figurant sur les bilans des banques et leur permettre de prêter à l'avenir dans des conditions satisfaisantes, en association avec la garantie et la recapitalisation de l'État. La question clé est celle de savoir à quel prix la NAMA rachètera

les créances douteuses et comment les risques sont partagés entre les banques et les contribuables : un prix bas tend à réduire le risque de coûts budgétaires importants mais imposerait de plus grandes pertes aux banques, ce qui exigerait une recapitalisation supplémentaire et peut-être une prise de participation majoritaire de l'État dans certains établissements. Il est difficile de fixer un prix, compte tenu de la situation des marchés de capitaux et du caractère très spécifique des créances immobilières, qui ne permettent pas de recourir aux mécanismes de marché ou d'adjudication. S'agissant du portefeuille global, le système de valorisation des actifs qui est utilisé est fondé sur des hypothèses explicites concernant la diminution de la valeur des biens pris en garantie, tout en reposant sur l'anticipation d'un retour des prix à un niveau plus élevé sous l'effet de l'évolution des fondamentaux économiques à moyen terme. Pour protéger le contribuable contre des risques indus en cas de prix plus élevé que la valeur ultime récupérée sur les actifs, il existe un mécanisme explicite de partage des risques couvrant les premiers 5 % au moyen d'une dette subordonnée. Tout profit réalisé par la NAMA serait conservé par l'État. En outre, les autorités prévoient qu'un prélèvement sera appliqué au bout de dix ans ou au moment de la liquidation de la NAMA. Il importera de donner suite à ce projet si les circonstances s'y prêtent. En outre, l'introduction d'un tel partage des risques va un peu à l'encontre de l'objectif initial, qui était d'isoler les banques des pertes sur leurs portefeuilles, bien que l'approche de la NAMA puisse rendre les pertes initiales plus visibles que si elles étaient conservées sur les bilans bancaires et que, du point de vue comptable, ces pertes résiduelles n'aient sans doute pas à être prises en compte aussi rapidement. L'entrée de l'État dans le capital des banques comporte aussi un élément de partage des risques : la plus grosse source d'actifs de la NAMA est l'Anglo Irish Bank, qui est nationalisée, de sorte que le prix payé revient en quelque sorte à un transfert au sein du budget de l'État, alors que le secteur public a une participation importante dans la plupart des établissements concernés.

La recapitalisation des banques a aussi renforcé le rôle de l'État dans le système bancaire. Bien que le gouvernement se soit appliqué à maintenir la discipline du secteur privé et la cotation des banques privées sur le marché, cela se révèle difficile quand elles sont si lourdement tributaires du soutien public et qu'il existe une interaction avec les autorités. Il en découle un dilemme difficile. La propriété privée des banques est probablement la meilleure solution dans le long terme, mais plus la participation privée est importante, plus les particuliers sont susceptibles de profiter du soutien de l'État. Étant donné que l'intervention publique atteint un niveau élevé, les lignes de démarcation entre les différentes formes de propriété sont déjà quelque peu brouillées. Il est clair que les banques, quelle que soit leur structure de propriété, devraient être gérées autant que possible dans un but lucratif et ne pas être mises au service d'autres objectifs sociaux. La nationalisation temporaire présente un certain nombre d'inconvénients, mais elle n'est pas à exclure totalement à condition que des garde-fous appropriés soient en place. Le désengagement de l'État sera en fin de compte nécessaire et devrait viser à maximiser le rendement pour le contribuable.

Au total, la combinaison de différents instruments vise à maintenir le niveau existant des passifs puis à essayer de fournir des capitaux suffisants pour absorber les pertes. Par conséquent, c'est le contribuable qui supporte vraisemblablement en fin de compte les fortes pertes des établissements bancaires. Même si cette solution n'a été retenue que dans quelques cas pendant la crise et pourrait être particulièrement difficile à mettre en œuvre dans un petit pays intégré au système financier mondial, une autre démarche aurait

consisté à imposer quelques pertes aux créanciers ordinaires. Cela aurait permis de réduire la taille des bilans des banques et de compenser les pertes du côté de l'actif. Étant donné que les établissements bancaires échangeront des actifs douteux contre des fonds d'État à rendement relativement élevé, et compte tenu des marges substantielles entre les coûts des financements bénéficiant d'un soutien public et les taux débiteurs, les bénéfices des banques avant pertes sur crédit seront élevés dans les prochaines années, ce qui contribuera dans une large mesure à assainir les établissements. En outre, les titres d'emprunt d'État acceptés par les banques en échange de leurs actifs NAMA pourront être utilisés pour un financement aux conditions du marché ou comme nantissement auprès de la BCE et contribueront donc à améliorer les liquidités. Si l'Irlande avait eu une procédure de faillite spéciale pour les banques, permettant de les restructurer rapidement et de façon ordonnée, les autorités auraient sans doute disposé d'un plus large éventail d'options et elles auraient pu agir plus rapidement. Le Special Resolution Regime instauré au Royaume-Uni à la suite de la crise financière offre un cadre général permettant la vente, la fermeture ou la nationalisation des banques. Les pouvoirs publics examinent actuellement les options pour l'introduction d'un régime législatif qui permettrait de gérer de façon systématique les cas d'établissements financiers en difficulté et des propositions devraient être présentées l'an prochain. Une stratégie de sortie est indispensable pour passer de la situation actuelle à un régime à long terme durable caractérisé par un système bancaire privé fonctionnant sans soutien public et cette question est actuellement à l'étude. Le soutien devrait être retiré progressivement pour ne pas remettre en cause les progrès accomplis (OCDE, 2009c).

Réglementation et surveillance financières

La crise financière et bancaire a révélé un certain nombre de carences du cadre de réglementation et de contrôle, à la fois en Irlande et au niveau international. Tandis que l'approche irlandaise dans ces domaines se situe dans un cadre de réglementations européennes (OCDE, 2009d) et de pratiques internationales, il existe une grande marge d'action au niveau national pour imposer des réglementations plus restrictives, et les modalités d'application de la surveillance relèvent essentiellement de la compétence nationale. Les contextes réglementaires européen et international pourraient changer notablement par suite de la crise financière, mais l'Irlande a néanmoins beaucoup de latitude pour renforcer son propre dispositif.

Les principales carences du contrôle se situaient à deux niveaux. Tout d'abord, de graves problèmes bien connus ont nui récemment aux banques irlandaises. Ces problèmes concernaient essentiellement l'Anglo Irish Bank (Anglo) et font actuellement l'objet d'une enquête. S'il est vrai que les irrégularités en question sont sans doute très particulières et qu'Anglo connaissait de graves difficultés financières à l'époque, les transactions visées montrent que l'effet dissuasif de la réglementation était insuffisant. Le régulateur devrait être mieux informé de ce que font les banques et appliquer plus strictement les règles.

Ensuite, et surtout, les banques irlandaises ont pris d'énormes risques en se finançant massivement sur le marché et en prenant des engagements inconsidérés sur les segments du crédit au logement et des autres prêts immobiliers. En conséquence, les prix des actifs ont grimpé en flèche et les emprunts dans l'économie irlandaise ont atteint des niveaux élevés au regard de la moyenne internationale. Il en est résulté de lourdes pertes pour le secteur bancaire et un coût élevé pour l'économie. Ces évolutions révèlent un certain nombre de carences réglementaires et prudentielles. Au niveau des établissements

individuels, la croissance excessive des prêts a été tolérée. À titre d'exemple, le total de l'actif d'Anglo Irish Bank s'est accru à un rythme annuel moyen de 38 % au cours de la période de cinq ans s'achevant en 2007 (PWC, 2009). Il est bien connu qu'une expansion très forte des actifs annonce des difficultés bancaires : d'autres États ont pris des mesures pour éviter qu'un tel risque ne réapparaisse à l'avenir sans réaction réglementaire, par exemple le régime de mesures correctrices rapides en vigueur aux États-Unis. Plus généralement, on n'a pas su déceler l'impact global des décisions prises par chaque établissement. Mais le régulateur a bien pris certaines mesures : la pondération des risques dans le calcul des fonds propres requis pour les prêts hypothécaires résidentiels à fort rapport prêt/valeur a été accrue, alors qu'une pondération des risques de 150 % a été appliquée aux prêts immobiliers spéculatifs, soit bien plus que la norme internationale. En outre, avec la mise en œuvre du système Bâle II, les trois banques ayant adopté l'approche Interna Ratings-Base (IRB) ont été tenues de détenir 95 % du capital détenu en vertu de Bâle I, plus que requis par les normes internationales, mais le passage à ce niveau a été très lent. En outre, un nouveau Code de la protection des consommateurs est entré en vigueur en 2007 et le champ d'intervention de la CBFSAI a été élargi de façon à stopper le marché en expansion des prêts hypothécaires « subprime ». De nouvelles règles prospectives en matière de liquidités ont été introduites.

Prises ensemble, ces nouvelles procédures constituent une réorientation fondamentale du modèle de surveillance. Il sera important de veiller à ce que ces mesures, qui résultent directement de la crise et du programme de soutien public, continuent d'être développées de façon systématique et efficace. À mesure que les conditions financières se normaliseront, il sera crucial de définir la frontière entre une surveillance plus étroite et la gestion par les banques de leurs propres affaires. Le régulateur a besoin d'informations plus détaillées sur ce que font les banques, mais il devrait aussi conserver un jugement indépendant et une distance suffisante vis-à-vis des établissements réglementés. Conformément aux pratiques en vigueur dans d'autres pays, il faudrait adopter un système de seuils numériques pour certaines actions de contrôle. Ces critères pourraient comprendre la croissance des prêts et l'ampleur des déficits de financement, ainsi que le niveau d'engagement sur certains types de prêts. Lorsque ces données devront être complétées par une appréciation personnelle, il faudra que le régulateur soit aussi transparent que possible. Avec le temps, les banques devraient détenir un montant global de fonds propres plus élevé, conformément aux évolutions des réglementations internationales.

La gouvernance de l'autorité de régulation financière est également renforcée. Actuellement, cette autorité est légalement une entité autonome au sein de la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (CBFSAI), chargée de la surveillance des banques et d'un large éventail d'autres institutions financières ; dans le nouveau cadre institutionnel de la régulation financière, mis en place actuellement en prévision de la législation future, la responsabilité de la régulation financière sera transférée à la banque centrale, alors que quelques compétences relatives à la protection des consommateurs, qui relèvent aujourd'hui de l'autorité de régulation financière, comme l'information et l'éducation des consommateurs et l'intégration financière, seront dévolues à une agence distincte. Le chef de l'autorité de régulation financière siègera au Conseil d'administration de la Banque centrale, qui remplace la structure actuelle. Pour faciliter l'examen conjoint par le Conseil de la Banque centrale et l'autorité de réglementation des questions intéressant la stabilité financière et la supervision financière, ces deux organes se

réunissent en session commune une fois par mois et leurs modalités de travail respectives sont plus étroitement coordonnées.

Stabilité macroéconomique et politique macroprudentielle

La récession conduit à se demander ce que l'on peut faire pour réduire le caractère cyclique de l'activité économique et éviter une nouvelle expansion insoutenable du crédit et des prix des actifs dans l'avenir. Tandis que le débat sur la stabilité macroéconomique et macroprudentielle couvre un champ beaucoup plus large, ces questions sont particulièrement importantes pour l'Irlande, petite économie ouverte dotée d'un vaste secteur financier. L'adhésion à l'union monétaire présente de nombreux avantages et a eu un effet stabilisateur pendant la crise, mais elle signifie que la politique monétaire en Irlande peut s'écarter pendant de très longues périodes de l'optimum du point de vue irlandais, ce qui risque d'encourager de fortes déviations du crédit par rapport à la trajectoire qu'impliqueraient les paramètres fondamentaux de l'économie, cet effet s'ajoutant au fonctionnement normal du canal du crédit. Bon nombre des mécanismes de rétroaction qui auraient pu contribuer à équilibrer l'économie semblent avoir très faiblement joué pendant le dernier cycle.

Différentes politiques ont été appliquées en Irlande pendant la phase de vive expansion pour combattre les déséquilibres croissants des prix des actifs et du crédit :

Sur la période 1998-2000, un certain nombre de modifications ont été apportées à la fiscalité du logement, notamment un relèvement des droits de timbre et une réduction des allègements fiscaux. Ces mesures ont permis de freiner considérablement le marché du logement, notamment en 2001-02, mais elles ont été pour la plupart inversées en 2002⁵.

En mai 2001, les Special Saving Incentive Accounts (SSIA) ont été mis en place pour essayer d'accroître temporairement l'épargne et de réduire les dépenses de consommation⁶. Il aurait pu y avoir un problème avec l'arrivée à maturité de ces comptes en 2006 et en 2007, ce qui a entraîné une injection de fonds représentant quelque 15-20 % du revenu disponible des ménages, à un moment où la demande était déjà particulièrement forte, mais cet effet semble en fin de compte avoir été assez limité.

Le Fonds national de réserve des pensions a été établi en 2001 afin de couvrir les dépenses que représenteront la protection sociale et les pensions de la fonction publique à compter de 2005. Bien qu'il ne s'agisse pas en soi d'une mesure contracyclique et qu'elle soit intervenue avant la dernière phase d'expansion économique, la mise en place du Fonds n'a pas eu pour effet d'accroître le taux national d'épargne par rapport à ce qu'il aurait été durant les années de forte croissance, et elle a permis de disposer de liquidités durant la crise financière.

La réglementation financière a été durcie, comme on l'a vu plus haut, en reconnaissance des risques grandissants liés à certaines activités immobilières, de la nécessité de protéger les consommateurs et d'assurer un régime de liquidités suffisant.

Le budget de l'État a affiché un excédent pendant cinq années, qui a culminé à près de 3 % du PIB en 2006, avec un excédent sous-jacent corrigé des influences conjoncturelles de l'ordre de 2 %, même si ce résultat a été très largement favorisé par le dynamisme des recettes liées au secteur immobilier.

Ces mesures restrictives allaient dans le bon sens, mais leur ampleur était manifestement insuffisante pour combattre les déséquilibres intérieurs grandissants et les facteurs, irlandais et internationaux, qui venaient amplifier les cycles du logement et du crédit. Certaines mesures avaient une portée ou une durée limitées, et elles auraient été sans doute plus

efficaces si elles avaient été introduites bien plus tôt, avant que le cycle du crédit ne s'autoentretienne. Ces dispositions devraient être développées et appliquées plus énergiquement dans l'avenir. Tandis que les rapports annuels sur la stabilité financière dénotaient clairement certaines des difficultés naissantes, ils ne se sont pas traduits par des mesures suffisantes. Ces rapports n'ont plus été publiés depuis 2007 ; leur publication devrait reprendre car ils donnent un aperçu important des évolutions relatives à la stabilité financière. L'intégration de l'autorité des services financiers dans la banque centrale devrait renforcer la capacité de regrouper les informations macroprudentielles et microprudentielles et de moduler les réglementations de façon appropriée. Les modifications des réglementations européennes et internationales pourraient aussi se révéler utiles, mais, étant donné que le cycle du crédit ne sera pas toujours le même dans tous les pays de la zone euro, il importe d'avoir une certaine modulation locale de l'orientation réglementaire. Les autorités devraient envisager de recourir à un ratio d'endettement global, couvrant tous les actifs, pour limiter l'amplitude du cycle, tandis qu'un provisionnement dynamique ou des normes de fonds propres anticycliques contribueraient à atténuer le cycle. Un cadre quantitatif fondé sur des règles pourrait contribuer à une application cohérente de ces politiques – un tel cadre pourrait limiter l'indulgence des régulateurs et rendre les mesures contre-cycliques plus faciles à appliquer dans un contexte où le secteur financier pourrait paraître florissant et où des mesures différentes pourraient être mises en œuvre en même temps dans les autres juridictions. Toutefois, il n'existe guère d'exemple à l'échelle internationale d'une application efficace de réglementations contracycliques de ce type. Une réglementation et une surveillance plus efficaces peuvent donc jouer un rôle important pour instaurer la stabilité : rendre chaque institution plus stable contribue à la stabilité globale, même si cela ne suffit pas. À titre d'exemple, la concurrence des établissements en croissance rapide a fortement incité les autres banques à assouplir leurs conditions de prêt pendant la phase d'expansion du crédit. Si l'on évite les carences réglementaires à l'égard de certains établissements, ces pressions ont moins de chances de se manifester ailleurs. En outre, des réformes du marché du logement et un renforcement des institutions budgétaires en vue d'obtenir un résultat plus contracyclique contribueraient grandement à la stabilité financière et macroéconomique.

Le marché du logement doit être réformé

La situation actuelle du marché du logement pose des problèmes immédiats. Du fait de la montée du chômage et de la contraction des revenus, la lourde charge de la dette va probablement devenir une contrainte plus sérieuse. Le bas niveau des taux directeurs dans le court terme atténue ces effets, mais les paiements d'intérêts hypothécaires deviendront plus difficiles à terme lorsque la BCE relèvera ses taux d'intérêt. De surcroît, de plus en plus de ménages ont un patrimoine immobilier négatif. Étant donné que les individus doivent rembourser des crédits hypothécaires supérieurs à la valeur de leur logement, ils sont fortement incités à ne pas payer, mais en Irlande les créances hypothécaires sont assorties d'une clause de recours, de sorte que les propriétaires de logements peuvent difficilement prendre des distances avec cette situation. En Irlande, les saisies de logements ont toujours été extrêmement rares et à l'heure actuelle, on n'observe guère de signes d'une forte remontée des ordres de saisie, à la différence du Royaume-Uni, qui a un cadre juridique quelque peu similaire mais une expérience beaucoup plus grande des saisies, à la fois dans le passé et pendant la récession actuelle. L'augmentation très limitée du nombre de saisies en Irlande à ce jour s'explique largement par le faible montant des prêts à risque qui ont été consentis. L'évolution des saisies dans les années à venir représente une incertitude majeure : le niveau

d'endettement est beaucoup plus élevé que dans le passé et le problème du patrimoine négatif bien plus aigu, étant donné que les prix des logements baissent désormais en termes nominaux alors même que la déflation augmente la valeur de l'encours de la dette. En outre, la durée accrue des emprunts hypothécaires réduit les possibilités d'atténuer la charge des paiements hypothécaires en augmentant le délai de remboursement.

Dans le contexte de la recapitalisation des banques, les autorités ont instauré un nouveau code sur les arriérés hypothécaires, mais celui-ci ne fixe que des procédures pour faire face à ces arriérés. En outre, une aide (Mortgage Interest Supplement) est offerte sous certaines conditions aux ménages sans emploi pour les aider à régler leurs intérêts hypothécaires. Ce paiement devrait être plafonné et limité dans le temps. Le nombre de personnes ayant sollicité cette aide au cours de l'année écoulée a doublé, mais il ne représente qu'un très faible pourcentage du total des chômeurs. Un régime provisoire appelé Home Choice Loans a été établi afin d'aider les primo-accédants à acquérir des logements neufs lorsque leur demande de prêt a été rejetée par les banques commerciales. On ne voit pas bien l'objectif que ce programme peut atteindre ; du reste, comme il est ciblé sur les logements neufs, son principal effet serait de soutenir le prix de ces logements, de sorte que l'aide serait transférée aux promoteurs immobiliers. Le taux de participation à ce dispositif apparaît extrêmement faible. L'un des problèmes posés par le patrimoine négatif est que le changement de logement peut devenir très difficile, car il faut pour cela contracter un nouveau prêt à un taux très élevé. Les propriétaires risquent donc d'être bloqués dans leur logement existant, ce qui nuit à la fois à la mobilité de la main-d'œuvre et au bon fonctionnement du marché du logement. Les banques devraient être incitées à autoriser le transfert de prêts en cours à de nouveaux logements.

Dans une optique à plus long terme, le marché du logement doit être réformé, car il a joué un rôle crucial dans la montée des déséquilibres, des politiques mal conçues ayant amplifié la surchauffe. Comme on l'a montré dans la précédente *Étude* (OCDE, 2008), le système fiscal irlandais crée des distorsions en faveur du logement, de l'accession à la propriété et du foncier. L'Irlande est le seul pays de la zone OCDE qui accorde des allègements fiscaux sur les intérêts hypothécaires sans imposer les résidences principales. Cette distorsion rend le logement plus onéreux et accentue l'instabilité du marché du logement : on observe une forte corrélation positive entre la volatilité des prix immobiliers et la générosité du système fiscal à l'égard de ce secteur (van den Noord, 2004). La politique du logement et de la propriété devrait instaurer un régime cohérent vis-à-vis des autres actifs pour éviter toute distorsion dans la répartition de la consommation et de l'investissement, tout en attribuant avec un maximum d'efficacité les aides au logement en faveur des personnes à faible revenu. Outre les allègements précités, un certain nombre d'incitations fiscales générales ont été créées en faveur de la propriété immobilière (souvent par le biais des dégrèvements au titre de l'« article 23 »). Bon nombre d'entre eux sont désormais supprimés, mais leurs effets ont continué de se faire sentir sur le marché immobilier tout au long de la phase de forte expansion, et certains dispositifs demeurent en place. Ces mécanismes faussent l'allocation des ressources au profit de la propriété immobilière et risquent de se traduire essentiellement par une hausse des prix et des gains des propriétaires fonciers existants. Toutes ces incitations devraient être supprimées. Des progrès limités sont déjà réalisés en ce sens avec l'instauration d'une redevance annuelle de 200 euros sur les résidences secondaires, mais les recommandations de la Commission de la fiscalité et les déclarations publiques indiquent qu'il s'agit vraisemblablement de l'amorce d'une réforme plus large (voir chapitre 2).

Dans le budget supplémentaire d'avril 2009, la déduction sur les intérêts hypothécaires des propriétaires-occupants a été limitée aux sept premières années d'un emprunt hypothécaire. Le gouvernement a annoncé que ce dispositif ferait l'objet d'un réexamen en vue d'une suppression ultérieure sur plusieurs exercices budgétaires. Comme indiqué dans la précédente *Étude*, un certain nombre d'options sont possibles pour éliminer progressivement la distorsion occasionnée par les dégrèvements fiscaux sur les intérêts hypothécaires⁷. L'ajustement le plus récent est limité dans la mesure où il ne couvre que quelques détenteurs de crédits hypothécaires et qu'il prolonge une tendance à limiter le plafond de dégrèvement pour ce groupe. Afin de ne pas aggraver les difficultés financières des ménages qui ont vu baisser la valeur des logements achetés au cours des sept années écoulées, la réduction de la déductibilité des intérêts sera sans doute atténuée pour ce groupe à court terme, mais il faudra traiter ce problème plus tard. Des mesures plus fondamentales et plus immédiates devraient être ciblées sur les acheteurs futurs de logements : il faudrait notamment réduire le plafond de l'allègement et le nombre d'années durant lesquelles il peut être accordé. Ces dispositions peuvent entrer en vigueur dès maintenant. La principale difficulté est de faire en sorte que le décalage entre les conditions applicables aux nouveaux emprunts hypothécaires et celles applicables aux emprunts hypothécaires existants ne soit pas trop prononcé, de façon à éviter que les titulaires d'emprunts hypothécaires en cours ne soient pris au piège de leurs prêts existants. Cela donnerait aux acheteurs futurs un signal clair sur la nature de la fiscalité immobilière dans l'avenir. Pareille mesure risque de déprimer les prix des logements à court terme puisque la valeur actuelle nette des impôts immobiliers est souvent capitalisée dans les valeurs foncières, mais cet effet correspond à un ajustement nécessaire. Le besoin de réduire les allègements fiscaux serait moins marqué si l'on instaurait une taxe immobilière locale, qui offrirait l'avantage de pouvoir être utilisée pour financer des services locaux et internaliser certains des gains que les propriétaires de logements retirent des investissements publics en infrastructures. Les difficultés économiques actuelles engendrées par le marché du logement, ainsi que le bas niveau des taux d'intérêt, atténuent certaines des contraintes d'économie politique qui freinent la réforme des allègements fiscaux sur les intérêts hypothécaires.

L'aide publique au logement devrait être fournie de manière plus efficiente. Le gouvernement est en train d'accroître l'offre de logements publics, mais il s'agit là d'un moyen coûteux d'accorder un soutien, et le nombre de familles pouvant être aidées de la sorte est nécessairement limité. Bien que l'accession à la propriété puisse offrir des avantages, l'Affordable Housing Scheme et le programme de rachat par les locataires, qui a été étendu aux appartements, sont tous les deux coûteux par nature puisqu'ils consistent à vendre des logements publics à un prix inférieur à la valeur marchande. L'assistance au logement devrait être redéployée vers des canaux plus efficaces tels que le Rental Accommodation Scheme (RAS), qui a recours à des logements locatifs privés de bon niveau pour répondre aux besoins à long terme. La situation actuelle du marché du logement peut offrir des possibilités d'utiliser des logements privés pour couvrir les besoins en logements publics, mais les programmes de ce type devraient être jugés d'après leurs mérites propres et ne pas être ciblés sur le soutien au marché privé du logement. Comme indiqué au chapitre 3, la prestation complémentaire pour charges locatives (Rent Supplement) devrait être redéfinie de manière à éliminer les trappes à chômage induites par son taux de dégressivité élevé.

La production potentielle est cruciale pour les perspectives

L'évolution prévisible de la production potentielle est cruciale pour les perspectives à moyen terme. La trajectoire de croissance à long terme durable détermine la manière dont le niveau de vie évoluera dans l'avenir et la situation qui sera celle de l'Irlande. Le montant des ressources et le rythme auquel il s'accroît sont extrêmement importants pour déterminer la quantité de revenus qui sera disponible à l'avenir pour rembourser les dettes accumulées, aussi bien par le secteur privé que par l'État. Une croissance faible signifierait que le ratio dette/PIB tendrait à rester élevé pendant une période plus longue. La production potentielle est également critique pour évaluer la situation budgétaire structurelle sous-jacente. Dans l'immédiat, le niveau durable de la demande dépend de l'offre disponible. Les crises financières sont généralement associées avec de fortes baisses permanentes du niveau d'activité économique (Reinhart et Rogoff, 2009). Par conséquent, la production potentielle estimée est aujourd'hui probablement plus basse qu'on ne le pensait auparavant. En outre, le climat d'exubérance qui a précédé la crise a probablement suscité une image trop positive de l'état sous-jacent de l'économie.

Il est par définition difficile de jauger le niveau potentiel de la production puisqu'elle n'est pas observée. Pour l'Irlande, ces difficultés sont accentuées parce qu'on a affaire à une petite économie très ouverte, de sorte que des intrants tels que le travail peuvent beaucoup varier en réponse aux modifications de la demande. En outre, à partir de 1995, l'Irlande a connu une période de « rattrapage », de sorte qu'il est difficile d'évaluer ce que pourrait être l'état d'équilibre « normal » de son économie. La définition la plus pertinente de la production potentielle correspond au niveau auquel la production évolue sur une trajectoire de croissance efficiente, qui devrait être régulière étant donné qu'un ajustement rapide est coûteux. Cette définition n'est pas une condition nécessaire ni suffisante pour que l'inflation se situe à son niveau « neutre ». L'inflation en Irlande a légèrement dépassé la moyenne de la zone euro ces dernières années, mais cette tendance a sous-estimé le véritable excédent de la demande par rapport à l'offre durable car des ressources ont été importées de l'étranger à un rythme non soutenable. De même, la demande de monnaie croît avec la richesse, de sorte que le cycle des actifs et des prix a sans doute amorti les pressions des prix par rapport aux variations de la masse monétaire (Boone et al., 2004).

L'OCDE a très nettement révisé ses estimations de la production potentielle en Irlande, à la fois pour la période passée et pour l'horizon de prévision (encadré 1.4). Avec l'émigration nette, la hausse du chômage de longue durée et la contraction du stock de capital, le niveau de du potentiel baisse à court terme et met un certain temps pour atteindre son taux de croissance tendancielle au cours d'une reprise atone. La crise financière et la faiblesse économique à court terme réduiront la production potentielle de différentes manières. Bien que les taux directeurs soient bas, l'écart de crédit et la disponibilité des prêts se sont dégradés. Cela limite la formation de capital, comme en témoigne la forte baisse des investissements. Cet effet pourrait être en partie temporaire, dans la mesure où les entreprises retardent leurs investissements jusqu'à ce que l'incertitude économique se soit dissipée, mais le taux de rendement requis des projets restera sans doute plus élevé que durant les premières années de la décennie, où les conditions financières internationales étaient exceptionnellement favorables. Pendant les récessions, le taux de déclassement augmente souvent car une partie du capital installé est passé en charges, faute de demande pour ces équipements, ou bien le capital est déclassé parce que les entreprises sont liquidées ou que la production est arrêtée.

Encadré 1.3. Nouvelle estimation de la production potentielle en Irlande

Le niveau estimé de la production potentielle pour 2009 en Irlande a été abaissé de plus de 7 % dans le dernier numéro des *Perspectives économiques de l'OCDE* par rapport aux prévisions précédentes (OCDE, 2009b). En outre, le taux de croissance à long terme a été révisé à la baisse à un peu moins de 3 % par an. Les prévisions pour les autres pays ont également été révisées à la baisse compte tenu de la crise financière internationale, mais les révisions ont été particulièrement fortes dans le cas de l'Irlande. La production potentielle dans les autres pays fortement touchée par le retournement des cycles du crédit et du logement, notamment l'Espagne, a fait l'objet d'une forte révision à la baisse.

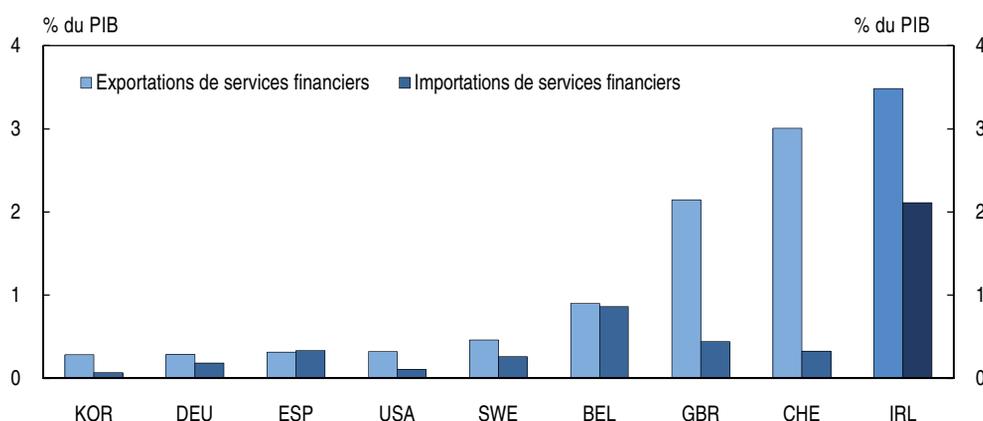
Les estimations de la production potentielle établies par l'OCDE et publiées dans les *Perspectives économiques* reposent sur une fonction de la production globale pour l'ensemble de l'économie (Beffy *et al.*, 2006). Cette méthode consiste à relier l'offre potentielle aux services en capital disponibles et aux apports potentiels de main-d'œuvre grâce à une fonction de production qui autorise des variations tendancielle de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette approche a été modifiée dans les estimations les plus récentes : le capital est exprimé en données effectives et non en données lissées, ce qui permet de suivre son évolution de plus près (OCDE, 2009b).

La croissance potentielle à long terme en 2017 est estimée aux environs de 2.8 %. Elle est alimentée essentiellement par la hausse de l'emploi résultant de l'expansion de la population d'âge actif et du progrès technique. L'augmentation de l'intensité capitaliste continue de contribuer à la croissance. Ces résultats sont quelque peu inférieurs aux estimations pour 2015-20 établies par l'ESRI dans son *Medium-Term Review* (Fitzgerald, 2008), du fait en grande partie de différences concernant les hypothèses d'accroissement démographique. La croissance à long terme est supposée être nettement supérieure à la moyenne de la zone euro (1.4 %), principalement en raison d'une croissance de la population d'âge actif présumée plus forte en Irlande que dans la moyenne des pays européens, où le vieillissement démographique est plus rapide.

Les estimations de ce type sont entourées d'une incertitude considérable. Les principales appréciations subjectives pour l'Irlande concernent la croissance future de la population et la sensibilité des flux migratoires nets à l'état de l'économie. De tous les pays de l'OCDE, l'Irlande est traditionnellement celui où le flux migratoire net est le plus sensible à la conjoncture. Par ailleurs, on suppose que l'augmentation du chômage de longue durée se traduit pour les trois quarts par une élévation du NAIRU comme dans tous les autres pays de la zone euro (Laudes, 2005). Ce calcul pourrait surestimer le degré de viscosité des marchés du travail irlandais et, partant, sous-estimer le niveau du potentiel. Il est supposé que le taux de déclassement du capital augmentera par suite du ralentissement de l'activité et de la crise financière. La productivité totale tendancielle des facteurs est obtenue en appliquant un filtre économétrique, compte tenu des prévisions pour les années à venir. Ces techniques sont sensibles aux hypothèses concernant les évolutions en fin de période mais ne permettraient pas d'estimer correctement la tendance s'il se produisait une variation brutale ou si le cycle du crédit avait notablement faussé la trajectoire sous-jacente de l'économie au cours des dernières années. Le risque de fluctuations brutales est réel : la variation du potentiel estimé entre 1995 et 2000 évaluée en 1998 dans le n° 64 des *Perspectives économiques* est inférieure d'environ 4 points aux estimations actuelles de la variation sur la même période, car l'analyse développée à l'époque ne s'était pas attardée sur la forte croissance de « rattrapage » qui avait été réalisée.

L'Irlande a développé un secteur financier relativement important durant le cycle mondial du crédit (graphique 1.9). Une réduction permanente de la taille de ce secteur ferait baisser la productivité moyenne du travail, car la valeur ajoutée par travailleur dans les services financiers est nettement plus élevée que dans l'ensemble de l'économie, et cet écart s'est accentué dans la plupart des pays de l'OCDE depuis les années 90. Pareille contraction pourrait se produire si les effectifs du secteur financier étaient réduits de façon permanente et si les travailleurs touchés se redéployaient dans des activités moins productives du secteur non financier. La valeur ajoutée des travailleurs du secteur financier pourrait aussi décroître, soit à cause d'une baisse de la productivité, soit parce que la productivité antérieure a pu être exagérément amplifiée par le cycle du crédit.

Graphique 1.9. **Échanges de services financiers (2006)**



Source : OCDE, *Statistiques sur les échanges internationaux de services et Comptes nationaux*.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/732172177174>

L'effondrement de l'activité de construction, en particulier dans le secteur du logement, pourrait avoir plusieurs effets sur la production potentielle. La construction est une activité à forte intensité de main-d'œuvre : la production par salarié dans le bâtiment est inférieure d'au moins un cinquième à la productivité moyenne de l'économie dans son ensemble. Si le nombre de salariés de la construction revient à son niveau de 1998 et que tous les travailleurs sont réaffectés à des emplois dont la productivité est égale à la moyenne du secteur hors construction, il en résulterait une augmentation du niveau de productivité de l'ordre de 1.5 à 2.5 %, même s'il s'agit là sans doute d'une limite supérieure, car certains ouvriers de la construction, en particulier les jeunes peu qualifiés, pourraient être réembauchés dans des activités ayant une productivité inférieure à la moyenne. Le parc de bâtiments et d'ouvrages non résidentiels a augmenté de plus d'un tiers au cours des cinq années s'achevant en 2006 (dernière année pour laquelle on dispose de données). Cet essor de la construction non résidentielle explique pour près d'un quart l'expansion totale des services tirés du capital au cours de cette période. Parmi les pays pour lesquels des données sont disponibles sur cette période, l'Irlande vient en tête, juste devant l'Espagne, pour la contribution des bâtiments non résidentiels à l'accroissement des services totaux en capital. Étant donné que le cycle du crédit a peut-être faussé l'allocation des investissements dans la construction, la productivité de ces investissements risque d'être faible et il pourrait même en résulter un taux de déclassement plus élevé dans les années à venir.

Le niveau élevé du chômage aura un important impact sur la production potentielle dans le court terme. Comme indiqué au chapitre 3, l'ampleur de cet effet dépend de la rapidité avec laquelle l'économie s'ajustera, mais aussi des politiques structurelles qui seront mises en place. La flexibilité des salaires et des prix observée jusqu'ici laisse à penser que l'ajustement pourrait être prompt, mais étant donné les taux de remplacement élevés des indemnités de chômage et l'insuffisance des mesures d'activation, le chômage à court terme est susceptible de se traduire par une hausse permanente du taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU), d'où une diminution de l'offre effective de travailleurs. Il apparaît clairement que le flux d'immigration net a commencé à s'inverser, à la fois parce que des migrants décident de quitter l'Irlande et parce que les entrées de nouveaux immigrants sont tombées à un niveau trop bas pour compenser les sorties de migrants qui se seraient produites de toute manière. En outre, les ressortissants irlandais sont davantage incités à travailler à l'étranger. L'ampleur de ces sorties est difficile à évaluer. Outre que la mesure précise des flux pose des problèmes, le courant d'immigration observé ces dernières années était sans précédent dans l'histoire de l'Irlande, de sorte qu'il est difficile de savoir dans quelle mesure les migrants seront sensibles à la dégradation de la conjoncture économique irlandaise. À en juger par les relations historiques depuis les années 60, l'émigration nette pourrait se situer entre 200 000 et 300 000 personnes (OCDE, 2008). Toutefois, ces relations économétriques ont fortement sous-estimé l'ampleur de l'immigration depuis 2002. Si le stock de ressortissants étrangers travaillant en Irlande devait redescendre de son pic à son niveau de 2001, cela se traduirait par une émigration nette de l'ordre de 375 000 personnes.

La révision des estimations de la production potentielle au cours de la période passée est en partie dictée par des modifications de la tendance, du fait de la prise en compte de données plus récentes. En outre, on voit désormais plus clairement à quel point le cycle du crédit et l'activité connexe étaient insoutenables. Selon les prévisions de l'OCDE, si la période 2002-10 constitue un cycle, la croissance de creux à creux aura atteint en moyenne un taux annuel d'à peine 1.65 %, contre un taux de croissance de plus de 5 % au cours de la seule phase d'expansion. Même s'il n'est pas nécessaire que l'écart de production atteigne une moyenne de zéro au cours du cycle, cela dénote à quel point le potentiel a pu être surestimé. En particulier, les estimations de la croissance tendancielle ont eu sans doute un caractère excessivement rétrospectif et ont de ce fait projeté une partie de la croissance de « rattrapage » de la fin des années 90 qui n'a pas été renouvelée par la suite. Cette incapacité à identifier les points de retournement de la situation économique sous-jacente est un problème courant qui a abouti à des erreurs stratégiques dans d'autres contextes, notamment celui de la politique monétaire. Les révisions effectuées en Irlande ont d'importantes implications : elles suggèrent par exemple que la situation budgétaire sous-jacente était moins satisfaisante qu'on ne le pensait.

L'impact de la politique économique sur la production potentielle

Le niveau de la production potentielle est en partie déterminé par la politique économique. Des politiques structurelles bien conçues et axées sur le marché peuvent encourager la croissance à long terme, alors que des politiques restrictives peuvent limiter le niveau de la production et entraver les perspectives de croissance. Un important canal de transmission de ces effets est la flexibilité des marchés du travail et des produits et, partant, leur capacité à transférer des ressources économiques des activités excédentaires vers des activités émergentes. En comparaison de la moyenne OCDE, il ressort des indicateurs que

L'Irlande affiche une flexibilité considérable et un cadre de politique structurelle relativement propice dans son ensemble, même si plusieurs carences notables subsistent. Comme indiqué au chapitre 4, une série de mesures pourraient être prises pour rendre le secteur des services abrités plus concurrentiel et réduire les coûts et les prix, mais aussi pour développer l'investissement et les améliorations dans la recherche-développement, l'éducation et les infrastructures.

Les réformes de politique structurelle déjà engagées par suite de la récession économique et de l'assainissement budgétaire, et qui sont en soi nécessaires, tendront à abaisser la croissance potentielle. Dans les pays de l'OCDE, un accroissement du coin fiscal de 1 point de pourcentage est associé en moyenne à une augmentation de 0.2 point du NAIRU (Gianella *et al.*, 2008). On peut donc penser que les mesures prises avec les prélèvements sur le revenu et au titre de la santé pourraient majorer le NAIRU d'environ 0.5 point dans le long terme. Un accroissement de même ampleur du taux de remplacement moyen des indemnités de chômage augmente aussi très légèrement le NAIRU.

Encadré 1.4. Recommandations en vue de restaurer la stabilité macroéconomique

Résoudre la crise bancaire

La National Asset Management Agency (NAMA) devrait être mise en place sans tarder et les actifs identifiés comme admissibles à ce dispositif devraient lui être transférés à un prix approprié, avec des mécanismes de partage des risques pour protéger le contribuable. Des ressources et des compétences suffisantes devraient être mobilisées pour optimiser la valeur des actifs.

Les autorités devraient se tenir prêtes à fournir si nécessaire des capitaux supplémentaires aux banques par acquisition d'actions ordinaires, même si cela exige une plus grande prise de contrôle par l'État.

Bien qu'elle ne puisse être exclue, la nationalisation comporterait des coûts et des risques importants et ne devrait intervenir qu'avec la plus grande prudence. Toute forme de prises de participations publiques dans les banques devraient être temporaires et transparentes.

Réglementation et surveillance financières

Les principales actions publiques pour renforcer la réglementation financière doivent être prises au niveau européen ou international par la mise en œuvre d'initiatives telles que les feuilles de route d'ECOFIN sur la crise financière et sur la stabilité financière. En outre, certaines mesures peuvent être prises à l'échelon national :

Mettre en place un mécanisme spécial de règlement et de faillite pour les banques, de sorte que les autorités aient les pouvoirs juridiques nécessaires pour appliquer si besoin l'éventail complet des mesures possibles pour résoudre le problème des établissements financiers défaillants. Des seuils quantitatifs explicites, par exemple une croissance élevée des prêts ou une forte exposition à certains secteurs, devraient être pris en compte pour le déclenchement de cette procédure, conformément à la pratique en vigueur dans plusieurs autres pays.

Les banques devraient être plus étroitement réglementées et contrôlées, de même que les autres institutions financières. Il faudrait rendre la supervision bancaire plus efficace en augmentant les ressources et les capacités requises pour surveiller les grands établissements et en améliorant l'analyse des évolutions générales sur le marché du

Encadré 1.4. **Recommandations en vue de restaurer la stabilité macroéconomique (suite)**

crédit et de la performance comparative de différents établissements. La qualité des analyses financières et macroprudentielles devrait être améliorée. Il faudrait mettre davantage l'accent sur une approche fondée sur des règles et appliquer notamment des limites quantitatives à l'endettement global et à la croissance des bilans des banques.

Les banques devraient être tenues de conserver un capital plus élevé pour couvrir les risques, conformément à l'évolution de la réglementation financière internationale.

La réglementation des opérations de financement devrait être réexaminée au vu des développements sur le marché et de l'évolution des meilleures pratiques internationales.

Il faut renforcer encore le mécanisme de garantie des dépôts en réduisant le délai de remboursement des créances, à la fois dans la réglementation et sur le plan opérationnel. Après une période de transition, la prime perçue devrait être majorée en fonction de l'accroissement de la protection et de toute révision du niveau de risque des créances. Il conviendrait d'envisager de déterminer les financements en fonction du risque.

Politique prudentielle

La banque centrale devrait se voir confier un mandat macroprudentiel plus explicite. Le rapport sur la stabilité financière devrait continuer de paraître chaque année.

Il faut envisager de mettre au point des instruments macroprudentiels plus efficaces, notamment un ratio d'endettement global, la couverture de tous les actifs et un provisionnement dynamique ou des normes de fonds propres contracycliques. Un cadre quantitatif fondé sur des règles peut s'avérer utile pour éviter le laisser-faire.

Logement

Atténuer la distorsion du système fiscal en faveur des propriétaires-occupants, en poursuivant la suppression progressive des déductions fiscales sur les intérêts hypothécaires et en instituant une taxe immobilière ou une taxe sur les plus-values applicable aux logements occupés par leurs propriétaires. La réduction des allègements fiscaux pourrait être appliquée immédiatement aux nouveaux acheteurs. Une taxe immobilière serait utile pour financer les infrastructures et services locaux.

La politique de logement social devrait être moins axée sur la fourniture directe de logements publics. L'assistance devrait prendre davantage la forme de dispositifs tels que le Rental Accommodation Scheme (RAS), qui font appel à des logements locatifs privés de bon niveau pour couvrir les besoins d'aide au logement dans le long terme.

Notes

1. Voir Department of the Environment, Heritage and Local Government Housing Statistics, consultable en ligne.
2. Pour plus de détails sur les indicateurs des prix des logements en Irlande, voir « Box : Measuring House Prices in Ireland » (Barrett et al., 2009).
3. L'analyse présentée dans cette section concerne dans une large mesure cette série de banques de compensation et de banques travaillant essentiellement pour le grand public cette catégorie. Les données sur ces institutions couvrent les prêts intragroupe. Elles couvrent aussi les actifs de certaines banques étrangères, y compris une très grande institution internationale ayant des activités limitées au niveau national. Ce groupe ne comprend pas les sociétés de construction.

4. L'approche des autres pays à cet égard est étudiée dans l'encadré 1.6 du n° 86 des *Perspectives économiques de l'OCDE* qui traite des moyens de gérer les actifs à problèmes dans les pays de l'OCDE (OCDE, 2009b). Cela permet de replacer le système NAMA en perspective, bien que les solutions varieront vraisemblablement entre les pays suivant la situation.
5. Voir l'encadré 7.1 « Allégements fiscaux en faveur du logement et volte-face de la politique » (OCDE, 2006).
6. Chaque adulte était autorisé à placer jusqu'à 3 048 EUR au cours de l'année suivante, l'État complétant ce montant à raison de 25 %, et les comptes étaient clôturés au bout de cinq ans.
7. Voir l'encadré 2.1 « Réformer la fiscalité immobilière » (OCDE, 2008).

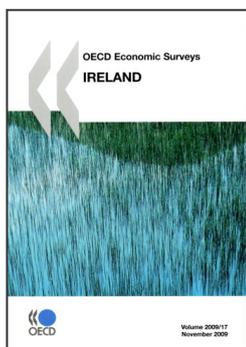
Bibliographie

- Ahrend, R., B. Cournède et R. Price (2008), « Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 597, OCDE, Paris.
- Barrett et al., (2009), *ESRI Quarterly Economic Commentary*, Spring 2009, The Economic and Social Research Institute, Dublin.
- Beffy, P.-O., Olivaud, P., Richardson, P. et F. Sedillot (2006), « New OECD Methods for Supply-Side and Medium-Term Assessments: A Capital Services Approach », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 482, OCDE, Paris.
- Bernanke, B. et S. Gilchrist (1995), « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (Fall), pp. 27-48.
- Boone, L., F. Mikol et P. van den Noord (2004), « Wealth Effects on Money Demand in the Euro Area », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 411, OCDE, Paris.
- Catte, P. et al. (2004), « Housing Markets, Wealth and the Business Cycle », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 394, OCDE, Paris.
- Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (CBFSAI) (2007), *Financial Stability Report 2007*, Dublin.
- Duffy, D. (2009), « Negative Equity in the Irish Housing Market » *Isri Working Paper*, n° 391, octobre.
- Fitz Gerald, J. et al. (2008), *ESRI Medium Term Review 2008-2015*, The Economic and Social Research Institute, Dublin.
- FMI (2009), *Staff Report for the Article IV Consultation: Ireland*, mai, Washington.
- Gianella, C., I. Koske, E. Rusticelli et O. Chatal (2008), « What Drives the NAIRU? Evidence from a Panel of OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 649, OCDE, Paris.
- Guichard S., D. Haugh et D. Turner (2009), « Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and the United States », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 677, OCDE, Paris.
- Haugh, D., P. Ollivaud et D. Turner (2009), « The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 683, OCDE, Paris.
- Hayashi, F. et E. Prescott (2002). « The 1990s in Japan: A Lost Decade », *Review of Economic Dynamics*, vol. 5(1), pages 206-235, janvier.
- Laudes, R. (2005), « The Phillips Curve and Long-Term Unemployment », *ECB Working Paper*, n° 441, février.
- OCDE (2002), *Financial Market Trends*, n° 82, juin 2002, OCDE, Paris.
- OCDE (2006), *Études économiques de l'OCDE : Irlande*, OCDE, Paris.
- OCDE (2008), *Études économiques de l'OCDE : Irlande*, OCDE, Paris.
- OCDE (2009a), *Les pensions dans les pays de l'OCDE : Panorama des systèmes de retraite*, OCDE, Paris.
- OCDE (2009b), *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 85, OCDE, Paris.
- OCDE (2009c), *Finance, concurrence et gouvernance : stratégies de sortie des mesures d'urgence*, OCDE, Paris.
- OCDE (2009d), *Études économiques de l'OCDE : Zone euro*, OCDE, Paris.

PWC (2009), *Project Atlas – Anglo Irish Bank Corporation plc: Summary Report Extracts*, PriceWaterhouseCoopers, 20 février.

Reinhart, C. et K. Rogoff (2009), « The Aftermath of Financial Crises », *NBER Working Paper* n° 14656.

van den Noord, P. (2004), « Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence », *Économie internationale*.



Extrait de :
OECD Economic Surveys: Ireland 2009

Accéder à cette publication :

https://doi.org/10.1787/eco_surveys-irl-2009-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2010), « Restaurer la stabilité macroéconomique et financière », dans *OECD Economic Surveys: Ireland 2009*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-irl-2009-3-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.