

I / La crise mondiale

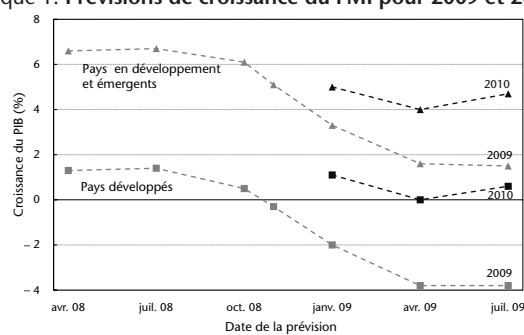
*Agnès Bénassy-Quéré, Benjamin Carton**

La fin de l'année 2008 a été marquée par une aggravation brutale de la crise financière suite à la faillite de la banque américaine Lehman Brothers, le 15 septembre. Cette faillite a eu deux conséquences immédiates : d'une part, les créanciers de Lehman, en grande partie des banques, ont été directement affectés ; d'autre part, cette faillite a déclenché une grave crise de confiance, les intervenants du marché se demandant quelle autre institution pourrait à son tour être déclarée en faillite. Les gouvernements ont alors dû intervenir massivement et annoncer qu'ils ne laisseraient plus aucune institution financière de taille « systémique » (*i.e.* suffisamment grande et interconnectée pour qu'un défaut de sa part mette en péril d'autres institutions et, par jeu de dominos, l'ensemble du système financier) faire faillite. Ces interventions publiques n'ont pas empêché la crise de confiance de se propager. Désireuses de rétablir leurs bilans, les institutions financières ont alors vendu massivement des actifs financiers « risqués » pour lesquels il existait encore un marché – actions, obligations d'entreprises, notamment. S'en est suivie une chute de la Bourse partout dans le monde. Simultanément, les banques ont eu tendance à durcir les conditions d'accès au crédit de manière à réduire leur exposition au risque (ce qui, mécaniquement, réduit leur besoin en fonds propres). Ces deux phénomènes – baisse des prix

* Agnès Bénassy-Quéré est directrice du CEPII et Benjamin Carton est économiste au CEPII. Gunther Capelle-Blancard, Olena Havrylchuk, Françoise Lemoine et Ahmed Tritah ont également contribué à ce chapitre.

d'actifs financiers, restrictions dans l'accès au crédit – ont propagé la crise au secteur réel (investissement des entreprises et des ménages, consommation). Les pays émergents et en développement ont alors été durement touchés par la chute de leurs exportations et la baisse des prix des matières premières. À partir de la fin du mois d'octobre 2008, les autorités monétaires et budgétaires ont pris conscience de la récession et du risque de déflation. Elles ont alors mis en œuvre des politiques de relance keynésiennes – baisse des taux d'intérêt, politiques d'assouplissement monétaire, relances budgétaires. Les premiers signes de stabilisation sont apparus au milieu du mois de mars 2009 à travers un redressement des Bourses et de certains indicateurs de confiance. En juin 2009, pour la première fois depuis un an, le Fonds monétaire international n'a pas revu à la baisse ses prévisions de croissance pour 2009; il a même relevé ses prévisions pour 2010 (graphique 1), tout en restant préoccupé par la situation en Europe où la situation des banques n'était pas suffisamment assainie alors que l'économie réelle est, plus qu'ailleurs dans le monde, dépendante du crédit bancaire.

Graphique 1. Prévisions de croissance du FMI pour 2009 et 2010



Source: FMI, *World Economic Outlook*.

L'extension de la crise financière et l'intervention des autorités

Née en 2006 sur un compartiment modeste du marché financier américain – le marché des prêts immobiliers risqués, ou *sub-primes* – la crise s'est transformée en une crise générale de liquidité au milieu de l'année 2007, puis en crise de solvabilité à partir

de l'automne 2008. La propagation de la crise financière des *sub-primes* vers l'ensemble du système bancaire, à travers le marché des actifs structurés adossés à différentes catégories de prêts, a été décrite dans *L'économie mondiale 2009*. Comme le montre l'encadré 1, les pertes subies par les banques sur ces actifs dits « toxiques » conduisent les banques à vendre les actifs risqués non toxiques qu'elles possèdent et à réduire leur crédit à l'économie. Dans les deux cas, il s'agit de réduire la taille de leur bilan (pour se désendetter) et de réduire leur exposition aux risques.

Encadré 1. Solvabilité et sauvetage des banques*

Nous allons raisonner à partir d'un bilan bancaire simplifié dont le total de l'actif (et donc aussi du passif) vaut 100 avant la crise, dont 20 de produits dits « structurés », c'est-à-dire d'actifs financiers adossés, de manière directe ou indirecte, à des crédits immobiliers ou autres (crédits aux étudiants, cartes bancaires...). La valeur des fonds propres est, selon la règle de la comptabilisation à la valeur de marché (*mark-to-market*), la différence entre la valeur de marché de l'actif total et celle du passif hors fonds propres, ici 10 :

Bilan bancaire avant la crise			
	actif		passif
Produits structurés	20	Fonds propres	10
Autres actifs financiers	20	Dettes	50
Prêts	50	Dépôts	40
Liquidités	10		
Total	100	Total	100

Supposons maintenant que les actifs structurés perdent la moitié de leur valeur. La valeur de l'actif total chute de 100 à 90 et la valeur des fonds propres baisse de 10 pour tomber à zéro : la banque est en faillite (ses actions ne valent plus rien) :

Impact de la dévalorisation des actifs « toxiques »			
	actif		passif
Produits structurés (« toxiques »)	10	Fonds propres	0
Autres actifs financiers	20	Dettes	50
Prêts	50	Dépôts	40
Liquidités	10		
Total	90	Total	90

La banque peut alors décider de ne reconnaître que la moitié de ses pertes, soit 5 au lieu de 10, ce qui a deux conséquences :

- devenue vulnérable à la suspicion, elle risque d'avoir à faire face à des retraits massifs des déposants (ex. Northern Rock en 2008) ou au refus des autres banques de lui faire crédit (ex. l'assèchement du marché interbancaire à partir d'août 2007).
- sa perte de 5 détériore ses fonds propres et accroît donc mécaniquement la proportion de dettes à son passif. Il lui faut donc se recapitaliser, c'est-à-dire émettre de nouvelles actions de manière à accroître ses fonds propres par apport extérieur. Cette opération est rendue délicate par le doute qui pèse sur la qualité de son actif.

Pour contrer ces difficultés, la banque réduit son exposition au risque là où elle peut le faire, ce qui se traduit en pratique par la vente d'actifs risqués non toxiques (actions sur des entreprises du marché) et par la réduction de ses prêts à l'économie. On qualifie de "zombies" ces banques qui, n'ayant pas complètement nettoyé leur bilan, adoptent un comportement de nature à amplifier la crise en cessant notamment de prêter à leurs clients et en entretenant une suspicion sur leur solvabilité. L'intervention publique peut alors porter sur le passif ou sur l'actif de la banque. Dans le premier cas, l'État entre au capital, voire nationalise la banque. Il peut aussi la recapitaliser à l'aide d'actions préférentielles, lesquelles ne lui donnent pas de droit de vote mais lui garantissent un rendement. Le bilan de la banque devient alors :

Impact d'une recapitalisation par actions préférentielles			
	actif		passif
Produits structurés (« toxiques »)	15	Fonds propres	5
Autres actifs financiers	20	Actions préférentielles	5
Prêts	50	Dettes	50
Liquidités	15	Dépôts	40
Total	100	Total	100

Une variante consiste à ne pas recapitaliser, mais à fournir une garantie publique aux dettes émises par la banque. Dans ce cas, l'État ne rentre pas au capital, ne s'endette pas à court terme, mais s'engage à dédommager les créanciers de la banque en cas de défaut. Cette solution a en particulier été adoptée par le Royaume-Uni et l'Irlande. Une autre manière de procéder consiste à racheter les actifs toxiques de la banque à un prix surévalué par rapport à la valeur (temporairement ou durablement) faible du marché.

Impact d'un rachat public d'actifs « toxiques »			
	actif		passif
Produits structurés (« toxiques »)	0	Fonds propres	10
Autres actifs financiers	20	Dettes	50
Prêts	50	Dépôts	40
Liquidités	30		
Total	100	Total	100

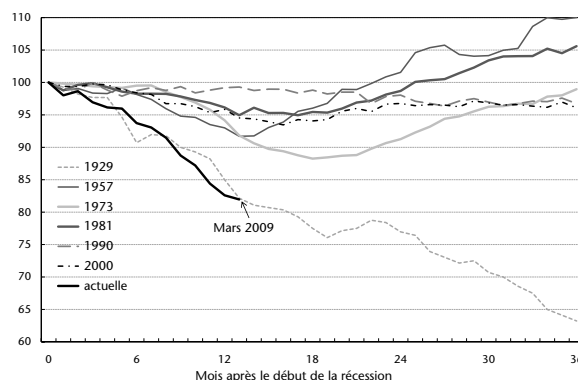
Pour racheter ces actifs, l'État doit lever des fonds sur le marché financier. Toutefois il n'acquiert pas des parts sur l'ensemble du bilan de la banque, mais uniquement sur la partie toxique. Le partage de la perte entre actionnaires et contribuables est donc très différent : dans le cas d'une nationalisation partielle, les actionnaires en place sont spoliés par la dilution de leur capital ; dans le cas d'un rachat des actifs toxiques, ils profitent de l'absence de dévalorisation des fonds propres, laquelle redresse la valeur de leurs actions. Une manière de rééquilibrer le partage des pertes consiste à associer le secteur privé au rachat des actifs toxiques (plan Geithner) ou à prélever, en échange du nettoyage du bilan, une pénalité sur les futurs dividendes versés par la banque à ses actionnaires, en fonction des pertes subies par la structure de défaillance publique (plan Merkel). L'intervention à l'actif et au passif peuvent se combiner, comme ce fut le cas lors de la crise suédoise des années 1990. Dans ce cas, la valorisation des actifs toxiques pose moins de problème car l'État détient à la fois la banque et la structure de défaillance.

* Cet encadré est adapté de: Bénassy-Quéré, Coeuré, Jacquet et Pisani-Ferry [2009], *Economic Policy in Theory and Practice*, Oxford University Press, à paraître.

La crise réelle

La crise a sonné la fin de la surconsommation dans une économie – les États-Unis – représentant le quart du PIB mondial. Pendant dix ans, le solde extérieur américain s'est dégradé d'environ 0,33 point de PIB par an. Cet excès de demande outre-Atlantique a soutenu une croissance mondiale exceptionnelle. Sa contrepartie a été l'accumulation de dettes par les ménages américains (celle-ci est passée de 85 % du revenu disponible à la fin des années 1990 à 135 % en 2008). Le dégonflement de cet endettement signifie, pour l'économie mondiale, une force dépressive qu'il est difficile de compenser rapidement par de nouveaux moteurs de croissance, d'autant qu'un certain nombre d'autres pays dans le monde (Royaume-Uni, Espagne, pays d'Europe centrale et orientale) ont également dû brutalement ajuster leur demande finale à la baisse. La crise a aussi invalidé l'idée d'un possible découplage des économies émergentes (notamment asiatiques) par rapport à l'économie américaine. Parce que les économies mondiales sont beaucoup plus intégrées aujourd'hui, une crise concernant un petit compartiment du marché financier américain a conduit à une crise mondiale d'une intensité comparable sur les douze premiers mois à celle de 1929 (graphique 2).

Graphique 2. Baisse de la production industrielle mondiale lors de la crise de 1929, des grandes récessions industrielles d'après guerre et la crise actuelle



Sources : Eichengreen et O'Rourke, 2009 ; Datastream ; calculs des auteurs.

Après s'être propagée au sein de la sphère financière des pays développés (en particulier des États-Unis vers l'Europe en raison de l'importante exposition des banques européennes aux actifs structurés), la crise s'est ensuite transmise au secteur réel de ces pays par plusieurs canaux: (1) le coût du crédit (hausse des taux d'intérêt sur les emprunts bancaires et sur les marchés financiers, malgré la baisse des taux directeurs des banques centrales); (2) les difficultés d'accès au crédit (les banques désirant réduire leur exposition aux risques); (3) les anticipations défavorables conduisant à un effondrement de l'investissement; (4) un effet de richesse lié à la perte de valeur des biens immobiliers et des actifs boursiers détenus par les ménages; (5) un effet d'accélérateur financier lié à la dévalorisation des actifs gageant les emprunts des ménages et des entreprises.

La crise a atteint les économies émergentes de quatre manières distinctes:

- la chute de la demande américaine et la baisse de l'investissement partout dans le monde ont entraîné un recul brutal du commerce international – recul d'autant plus violent qu'il faisait suite à plusieurs années de croissance très rapide (encadré 2);

- la baisse des prix de l'énergie et des matières premières, faisant suite à une période d'euphorie et de spéculation jusqu'à l'été 2008, a été particulièrement brutale pour les pays exportateurs, tandis qu'elle était stabilisante pour les pays importateurs;

- la hausse généralisée de l'aversion pour le risque (qui a tari les flux de capitaux vers ces pays) et des incertitudes sur l'aide publique au développement et la réduction des transferts monétaires des migrants (encadré 3);

- les banques, notamment en Europe de l'ouest, ont réduit leur exposition aux risques en restreignant les prêts réalisés par leurs filiales à l'étranger. Cet assèchement des prêts par les mères a provoqué un « coup d'arrêt » (*sudden stop*) aux entrées de capitaux dans les pays d'Europe centrale et orientale. Plusieurs d'entre eux ont ainsi subi des crises de balances des paiements, les obligeant à mener des politiques violemment restrictives.

Encadré 2. Le recul du commerce mondial

Les observateurs de l'économie mondiale ont été surpris par le très fort recul du commerce mondial. Selon l'OMC, la valeur des exportations mondiales a baissé de 11 % en glissement annuel au dernier trimestre 2008 et de plus de 30 % au premier trimestre 2009, alors que les dernières années avaient habitué à des hausses de l'ordre de 15 % par an, et même 25 % début 2008. Bien sûr, la baisse spectaculaire du prix du pétrole a beaucoup contribué à cette chute des échanges en valeur : le pétrole représentant environ 10 % du commerce mondial, une baisse de 50 % de son prix contribue pour 5 points à la baisse du commerce mondial. Pour le reste, plusieurs explications ont été proposées :

- les restrictions de crédit ont pénalisé les activités internationales des entreprises, très dépendantes du crédit ;
- l'effondrement de l'investissement en lien avec la crise du crédit, mais aussi avec le retournement des anticipations a particulièrement affecté le commerce international dans la mesure où les biens d'investissement sont en moyenne davantage échangés que les biens de consommation ;
- la baisse du PIB a touché simultanément tous les pays de l'OCDE, puis également les pays émergents ;
- on a assisté au retour d'un certain nationalisme économique (barrières tarifaires et non tarifaires, Buy American Act, directives chinoises pour acheter chinois...).

Un dernier argument, souvent avancé, est la division internationale du travail, marquée par le fractionnement des chaînes de valeur : la production dans de nombreux secteurs impose que le même composant franchisse plusieurs frontières – et, de ce fait, soit enregistré plusieurs fois dans les flux commerciaux – avant d'être incorporé dans le produit final. Une baisse du PIB mondial pourrait alors se traduire par une baisse plus que proportionnelle du commerce mondial. S'il explique largement la croissance très rapide du commerce mondial durant les deux dernières décennies, cet argument ne justifie cependant pas que le commerce surréagisse au PIB lorsque ce dernier est touché par une crise. En effet, tous les intrants sont affectés dans les mêmes proportions par la crise et seule une déformation de la production en défaveur des productions les plus fractionnées justifierait une telle sur-réaction du commerce [Bénassy-Quéré, Decreux, Fontagné et Khoudour-Castéras, 2009].

Encadré 3. Afrique subsaharienne : le décollage à l'épreuve

En 2009, la croissance en Afrique subsaharienne (ASS) pourrait n'être que de 1,5 % (projections de juillet 2009 du FMI). Cela signifierait un recul du PIB par tête tel que l'Afrique n'en a plus connu depuis le début des années 2000.

La contraction de la demande mondiale et la chute des prix des produits primaires ont provoqué une baisse brutale des revenus d'exportations. Les pays les plus affectés sont les exportateurs de pétrole (le PIB de l'Angola pourrait reculer de 7 %) et ceux où la fiscalité sur les secteurs d'exportation constitue une part très forte des recettes budgétaires (Botswana, Tchad, Gabon, République du Congo et Nigeria). Pour la région, la baisse des recettes fiscales est estimée à 4,6 % selon la Banque Africaine de Développement (BAD). Or, la crise alimentaire et la flambée des cours des produits pétroliers de 2007-2008 ont fortement entamé les budgets publics et les réserves de change de nombreux pays, leur laissant peu de marges pour une politique de relance.

Les investisseurs ont retiré, en 2008, 6,9 milliards de dollars de capitaux d'Afrique du Sud. Le Kenya, la Tanzanie et le Nigeria ont également dû faire face à des ventes d'actifs. Pour l'ensemble de l'ASS, les investissements de portefeuille ont reculé, de 13,5 milliards en 2007 à 3,2 milliards en 2008 (BAD). Les principales places boursières, notamment celles des « économies frontalières », ont chuté entre juillet 2008 et juillet 2009 : -43 % en Côte d'Ivoire, -33 % au Kenya et -55 % au Nigeria. Certains États ont dû renoncer à emprunter sur les marchés internationaux, en raison de primes de risque trop élevées (Ghana, Kenya, Tanzanie et Ouganda).

Les IDE, qui étaient en nette progression depuis 2005, ont fortement ralenti en 2008 (+17 % après +54 % en 2007). Ce ralentissement ne touche pas tous les secteurs : plusieurs pays (Chine, Inde, Corée du Sud, pays du Golfe, Royaume-Uni, Allemagne) manifestent un intérêt croissant pour le secteur agricole africain, parfois sous la forme d'achats de terres (aux Mozambique, Sénégal, Soudan, Éthiopie).

La plupart des pays développés ne prévoient pas de réduire leur aide bilatérale. Les États-Unis se sont même engagés à une augmentation de 8 % en 2009 ; mais à l'automne 2008, il manquait 23 milliards de dollars sur les 25 milliards d'aide supplémentaire promis à l'horizon 2010 par le G8 de Gleneagles (2005). Au niveau multilatéral, les pays du G20 se sont engagés au sommet de Londres (avril 2009) à accroître de 850 milliards de dollars les ressources du FMI et des banques régionales de développement, ce qui doublera la capacité de prêts concessionnels du FMI dont les principaux bénéficiaires sont les pays moins avancés d'ASS.

Les transferts des émigrés risquent de ne pas jouer leur rôle contra-cyclique traditionnel. Plus des trois quarts des migrants originaires d'ASS vivent en Europe et sont employés dans les secteurs les plus touchés par la crise (cf. chapitre vi). La Banque mondiale prévoit une baisse des transferts de l'ordre de 8 %-12 % en 2009 pour l'ensemble de l'ASS. Pour les gouvernements, c'est une source importante de réserves de change qui se trouve amputée. Les ménages pauvres dont la consommation dépend pour une part importante de ces transferts seront particulièrement touchés.

Dans ces conditions, le ralentissement mondial, s'il devait se prolonger, pourrait compromettre la formation du capital humain et affecter les déterminants internes de la croissance en Afrique.

Les politiques face à la crise

En réaction à la crise économique, les banques centrales et les gouvernements ont d'abord mis en place des plans de stabilisation du secteur bancaire puis ont largement déployé l'attirail de relance keynésien.

Le sauvetage du secteur bancaire

Face à cette extension de la crise financière, les banques centrales ont massivement augmenté les liquidités disponibles sur le marché interbancaire (voir *Politique monétaire*) et les gouvernements ont mis en place des plans de sauvetage du secteur. L'objectif de ces plans était de limiter la crise de confiance qui gèle les marchés financiers et la baisse du volume de crédit aux entreprises et aux ménages.

Ces gouvernements se sont portés au secours des banques selon la logique décrite en encadré 1.

Dans la mise en œuvre de ces plans de sauvetage, la première question qui se pose est celle du partage du risque entre l'État et les autres créanciers de la banque. La garantie des pertes au-delà d'un certain montant sur une partie de l'actif de la banque fait peser massivement le risque sur l'État. À l'inverse, l'entrée au capital des banques *via* des actions préférentielles fait peser les risques sur les autres actionnaires, voire sur les détenteurs de titres obligataires si ceux-ci sont convertis en actions.

Le rachat des actifs toxiques fait non seulement peser un risque élevé sur l'État mais rencontre le problème bien connu de l'antisélection : les banques ne sont prêtes à céder que les actifs dont la valeur est plus faible que le prix proposé. Une première solution consiste à proposer l'échange pour une durée déterminée de titres toxiques contre des titres de très bonne qualité en contrepartie du paiement d'une prime. La banque ne se débarrasse pas du risque (elle est *in fine* détenteur des actifs toxiques) mais augmente la quantité d'actifs liquides dans son bilan (structures de défaisance, ou *bad banks* en Allemagne). Une solution alternative est de faire participer le secteur privé au rachat des actifs toxiques par un mécanisme d'enchères subventionnées (PPIP aux États-Unis). L'exercice d'équilibriste consiste à conforter les créanciers futurs des banques sans faire de cadeau aux créanciers passés. L'ensemble de ces mesures ont été envisagées ou mises en œuvre aux États-Unis dans le cadre du plan TARP (encadré 4).

Encadré 4. Le plan TARP

Dans le cadre du plan TARP (Trouble Asset Relief Program) plusieurs « strates » d'intervention ont été mises en place ou simplement envisagées aux États-Unis depuis le mois d'octobre 2008. Dans la première mouture, le gouvernement mobilise 700 milliards de dollars afin de se rendre acquéreur de titres « toxiques » pour lesquels aucune valeur de marché raisonnable n'existe et qui plombent l'actif des institutions financières. Dès la mi-octobre, le mode opératoire est modifié: le gouvernement recapitalise les banques et entre au capital sous forme d'actions préférentielles pour près de 200 milliards de dollars (Capital Purchase Program). À cette occasion, il impose des conditions concernant la rémunération des dirigeants et des cadres, les indemnités de départ et le versement des dividendes. En novembre 2008, le gouvernement complète ce plan en se portant garant des pertes de Citigroup et de Bank of America sur leurs portefeuilles de titres toxiques pour une valeur de 424 milliards de dollars (Asset Guarantee Program). En février 2009, les dispositions du TARP sont complétées par le CAP (Capital Assistant Program) qui prévoit une recapitalisation des banques sur la base d'un test de résistance à une dégradation de la conjoncture économique (*stress test*). En complément, le Secrétaire au Trésor propose une procédure d'achat des titres toxiques et des prêts de mauvaise qualité par mécanisme d'enchères faisant participer le secteur privé (Public Private Investment Plan). Ce plan vise à subventionner les acheteurs de titres douteux se trouvant encore au bilan des banques afin que ces titres retrouvent un prix de marché.

Toutes les plus grandes banques américaines ont bénéficié de ces plans de sauvetage (Citigroup, Bank of America, Goldman Sachs, etc.) ainsi que certains grands groupes non bancaires (AIG, General Motors, Chrysler). En tout, près de 300 milliards de dollars ont été engagés par l'État (en dehors des garanties), soit moitié moins que l'estimation de départ. Les *stress tests* du printemps 2008 ayant évalué le besoin de recapitalisation des banques, celles-ci ont profité de la hausse des Bourses, en particulier du rebond des valeurs financières, pour reconstituer leur capital auprès du secteur privé et annoncer qu'elles se désengageaient du programme TARP afin de ne plus avoir à remplir les conditions (rémunération, dividendes, etc.) qu'elles jugent contraignantes.

Le sauvetage des banques en Europe de l'ouest s'est fait de façon dispersée, chaque pays prenant de son côté les mesures qu'il jugeait pertinentes à partir du mois d'octobre 2008 (tableau I). En Europe centrale et orientale, les assurances de dépôt ont été élargies, voire rendues illimitées, les banques ont été recapitalisées ou nationalisées et le cadre légal en cas de faillite d'une institution financière a été clarifié (Lettonie, Russie et Ukraine). Les grands émergents ont de leur côté mis en place des garanties publiques sur les prêts bancaires (Inde et Brésil).

Les montants réellement engagés par les gouvernements dans ces plans de soutien ont rarement atteint ceux qui avaient été

envisagés au moment de leur conception. Les banques ont rechigné à en bénéficier à cause des contreparties qui leur étaient imposées. Elles ont en parallèle cherché à se débarrasser de leurs actifs toxiques et ont engagé un mouvement de restructuration, parfois organisé par l'État. En effet, la massive sous-valorisation des actifs transforme certaines banques en proies faciles. Mais la frilosité des autres établissements bancaires face à la prise de risque et la grande difficulté des fonds d'investissement à se financer a limité l'ampleur des restructurations.

Tableau I. Les plans de sauvetage du secteur bancaire en Europe de l'Ouest

	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Irlande
Nationalisation	oui ¹	oui ²	non	non	non
Recapitalisation*	2,6	1,6	0,8	0,0	2,1
Assurance des prêts*	9,5	7,3	3,1	0,0	225,2
Extension de l'assurance des dépôts	oui	oui	non	oui	illimité
<i>Bad bank</i>	non	titres toxiques	non	non	prêts au secteur privé

* en points de PIB.

1. Northern Rock, Royal Bank of Scotland, Lloyds Banking Group.

2. Hypo Real Estate AG.

Sources: BRI; Commission européenne.

Certains pays ont toutefois massivement engagé les finances publiques dans le sauvetage des banques (225 % du PIB dans le cas de l'Irlande, 35 % en Belgique, 30 % au Royaume-Uni). Même si les États ont acquis des actifs qu'ils pourront, au moins en partie, revendre, ces opérations s'ajoutent à court terme aux plans de relance pour faire bondir les ratios d'endettement brut des États (voir chapitre IV, graphique 1). Par ailleurs, les garanties sur l'actif et le passif des banques, même si elles ne sont pas assimilables à de la dette publique car, sauf catastrophe, elles ne seront pas exercées, font néanmoins peser un risque sur les finances publiques, notamment lorsque ces garanties représentent une part très importante du revenu national.

Au milieu de l'année 2009, de nombreuses banques, notamment en Europe, n'avaient pas encore pris toute la mesure de leurs pertes. Pour le FMI, les pertes restant à enregistrer dans les bilans des banques européennes au printemps 2009 (1 200 milliards de dollars) étaient du même ordre de grandeur que leurs fonds propres, rendant indispensables de nouvelles recapitalisa-

tions. La BCE évaluait pour sa part des pertes plus modestes et concentrées sur les défauts des emprunteurs (et non sur les actifs toxiques).

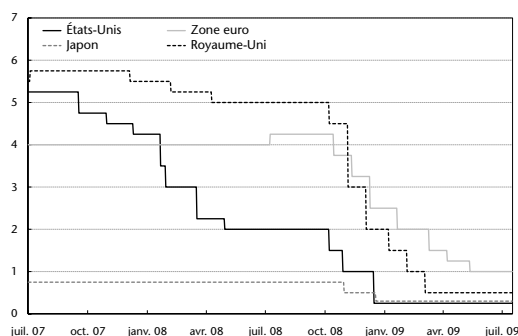
Politique monétaire

L'action des banques centrales peut se décomposer en trois phases qui se sont partiellement recoupées.

– Durant une première phase, les banques centrales se sont substituées à un marché interbancaire défaillant. En temps normal, les banques se procurent l'essentiel de la liquidité dont elles ont besoin sur le marché interbancaire : les banques dont la trésorerie est excédentaire à court terme offrent aux banques dans la situation inverse de leur prêter cette liquidité, moyennant un taux d'intérêt dit taux interbancaire. Depuis le début de la crise, en juillet 2007, ce marché interbancaire s'est asséché par manque de confiance : dans l'ignorance qu'elles étaient de la situation véritable de leurs consœurs, les banques ont préféré conserver leur éventuelle liquidité excédentaire plutôt que de la prêter. La faillite de Lehman a fortement aggravé cette situation, ce qui s'est traduit par une très forte hausse des taux interbancaires par rapport aux taux des bons du Trésor (l'écart a atteint 450 points de base aux États-Unis et 180 en Europe à la mi-octobre soit quinze fois le niveau d'avant la crise). En vertu de leur rôle de prêteur en dernier ressort, les banques centrales sont tenues d'offrir aux banques toute la liquidité dont elles ont besoin, sous réserve que lesdites banques apportent en garantie des actifs non liquides mais de qualité suffisante (opérations appelées refinancement). Pour mieux remplir ce rôle face à l'assèchement du marché interbancaire, elles ont élargi la gamme des actifs acceptés en échange de liquidité, offert cette liquidité de façon illimitée à taux fixe (la BCE procédait antérieurement par enchères) et allongé la durée des refinancements.

– Durant une seconde phase, les banques centrales ont réduit très rapidement leurs taux d'intérêt pour les amener à un niveau proche de zéro (graphique 3). Pourtant, au regard de l'ampleur de la récession et de la baisse de l'inflation, ces baisses de taux restaient inférieures à celles qu'aurait dictées une règle de Taylor (les taux d'intérêt à trois mois auraient dû être négatifs, de l'ordre de - 2 % en zone euro et - 3 % aux États-Unis en 2009). Les banques centrales en Chine, en Inde, au Brésil, en Corée du Sud, au Mexique et en Afrique du Sud ont, elles aussi, fortement réduit

Graphique 3. Taux directeurs des principales banques centrales



Source: Datastream.

leurs taux de refinancement et, pour certaines, abaissé les ratios de réserves obligatoires afin d'accroître les liquidités disponibles pour le secteur financier.

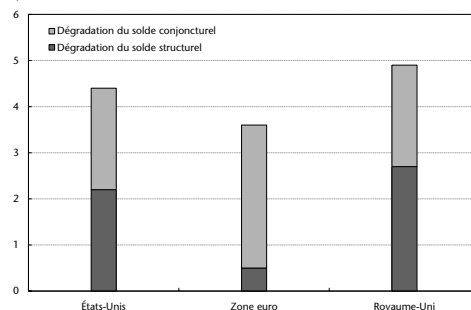
– Dans une troisième phase, il est apparu nécessaire d'envisager des politiques dites « non-conventionnelles », ou « d'assouplissement quantitatif » consistant, pour la banque centrale, à acquérir d'autres catégories d'actifs dans le but d'animer les marchés correspondants, d'en réduire les taux (par augmentation de la liquidité) et, enfin, de créer encore davantage de monnaie. La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre ont pratiqué l'assouplissement quantitatif dès l'automne 2008, par l'achat de papier commercial (Fed) et d'obligations d'entreprises (Banque d'Angleterre). La BCE a suivi en mai 2009 par un programme d'achat d'obligations garanties (*covered bonds*). De plus, la Fed et la Banque d'Angleterre ont également procédé à l'achat direct de titres de dette publique, ce qui revient à monétiser la dette publique. La BCE s'en est, quant à elle, tenue à l'article 101 du Traité qui prohibe tout financement direct des États par la BCE.

Cet assouplissement quantitatif, joint aux politiques de refinancement mises en place dès le début de la crise, ont eu pour conséquence un gonflement très important des bilans des banques centrales, notamment aux États-Unis (doublement de la taille du bilan) et au Royaume-Uni. Une autre conséquence de ces politiques a été la déformation de ces bilans, avec une part beaucoup plus importante des actifs risqués (papier commercial, par exemple) à l'actif des banques centrales.

Politiques budgétaires

La relance budgétaire en zone euro a surtout reposé sur les stabilisateurs automatiques, tandis qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, des stabilisateurs moins puissants ont été complétés par des politiques discrétionnaires plus vigoureuses (graphique 4). Au total, le solde budgétaire s'est dégradé de 3,6 points en zone euro entre 2008 et 2009, 4,4 points aux États-Unis et 4,9 points au Royaume-Uni. Malgré des ampleurs comparables, les plans de relance budgétaire ont été très peu coordonnés aussi bien au niveau mondial qu'entre pays européens (encadré 5).

Graphique 4. **Impulsion budgétaire en 2009**
(en % du PIB)



Source: OCDE, *Perspectives économiques*.

Certains pays émergents ont joué sur le levier budgétaire, parfois de façon très ambitieuse – autour de 6 points de PIB en Chine (voir encadré 6), en Inde ou en Russie –, pour accroître la demande intérieure (baisse de taxes et investissement public), soutenir certains secteurs comme l'automobile ou améliorer la couverture sociale.

Il peut sembler surprenant que les gouvernements se soient précipités sur l'arme budgétaire alors même que l'efficacité de ces politiques a été fortement contestée depuis les années 1990. En cette période de crise mondiale, toutefois, les conditions d'efficacité de la politique budgétaire sont davantage réunies qu'en période calme: (1) les contraintes de crédit rendent la dépense privée très fortement dépendante du revenu disponible (en raison de difficultés à emprunter et d'une appréhension à épargner en actifs

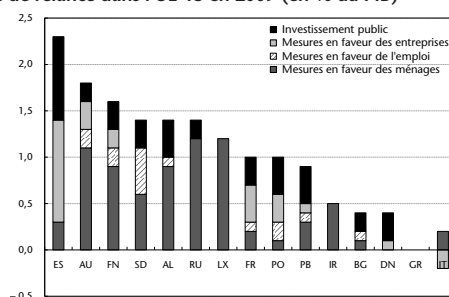
Encadré 5. Les plans de relance en Europe

Le plan de relance européen, proposé par la Commission européenne en novembre 2008 et adopté par le Conseil en décembre de la même année, prévoit un effort de relance représentant 1,5 % du PIB (dont 0,3 % sur fonds européens, le reste étant financé par les États-membres), sans compter les stabilisateurs automatiques ni les mesures de soutien au secteur financier. Le principe de ce plan est celui des trois « T » : qu'elles portent sur les recettes ou sur les dépenses publiques, les mesures doivent être rapides (*Timely*), ciblées (*Targeted*) et temporaires (*Temporary*). En vertu des « circonstances exceptionnelles », les États-membres sont autorisés à dépasser la limite de déficit de 3 % du PIB, à condition toutefois de prévoir les actions correctives en sortie de crise (dans le cadre des programmes de stabilité).

Les plans de relance adoptés par les États-membres représentent en moyenne 1,1 % du PIB en 2009 et 0,7 % du PIB en 2010 avec de très grandes différences entre pays, à la fois sur les montants et sur la composition des plans (graphique ci-dessous) :

- l'effort budgétaire va de 2,3 % du PIB en Espagne à 0 % en Grèce et en Italie ;
- certains pays (Autriche, Finlande, Allemagne, Royaume-Uni, Luxembourg, Irlande) ont privilégié des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages (par exemple grâce à une baisse temporaire de la TVA au Royaume-Uni), tandis que d'autres (Espagne, France, Portugal) préféraient soutenir les entreprises à travers des baisses d'impôts ou de cotisations sociales, une réduction du délai de récupération de la TVA ou des aides directes. Plusieurs pays ont misé sur l'investissement public (infrastructures, aides aux investissements « verts »). Excepté en Suède, les mesures actives en faveur de l'emploi ont représenté une part relativement faible des plans de relance.

Les plans de relance dans l'UE-15 en 2009 (en % du PIB)



Source : Commission européenne, *Public Finance in EMU*, 2009.

Ces différents moyens d'action ont chacun des avantages et des inconvénients. En particulier, les baisses d'impôts ont un effet immédiat mais peuvent être difficiles à annuler en sortie de crise ; les dépenses d'investissement ont l'avantage de donner naissance à des actifs en même temps que l'État s'endette, mais ils sont relativement longs à mettre en œuvre. Au total, néanmoins, d'après le modèle macroéconomique de la Commission européenne, ces plans soutiendraient la croissance européenne de 0,8 % en 2009 et 0,3 % en 2010.

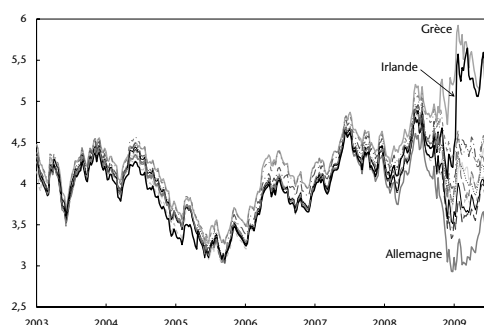
s'avérant tous assez risqués); (2) l'excès d'offre de biens et services sur la demande rend les entreprises peu enclines à répondre à un redressement de la demande par une hausse de prix; (3) la politique monétaire de taux d'intérêt nuls est accommodante et (4) les plans de relance se renforcent les uns les autres au niveau international (externalités positives *via* le commerce).

Toutefois, l'efficacité de ces plans de relance fait aujourd'hui débat, pour plusieurs raisons. D'abord, les projets d'infrastructures annoncés ont souvent mis du temps à se mettre en place. Les délais sont allongés par les procédures d'appels d'offres et de contrôles environnementaux, ainsi que par la structure de décision qui implique généralement plusieurs niveaux (État fédéral, États fédérés ou régions, communes...). Ainsi, une part relativement limitée des projets d'investissement a commencé à se concrétiser et l'essentiel des efforts sera réalisé à partir de 2010 aux États-Unis et en Europe.

Par ailleurs, certaines mesures ciblées de soutien de l'activité ont pour conséquence de déplacer la demande d'un secteur vers un autre (ex. prime à la casse) ou à soutenir des secteurs peu porteurs.

Enfin les plans de relance budgétaire se heurtent à la réaction des marchés financiers. Ainsi, malgré des taux courts à zéro, les taux à long terme (emprunts d'État, obligations d'entreprises, taux hypothécaires, etc.) ont-ils augmenté aux États-Unis durant le premier semestre 2009. Au sein de la zone euro, les taux des emprunts publics se sont fortement écartés les uns des autres dès le début de la crise, traduisant des différences d'appréciation sur la soutenabilité des finances publiques. Ainsi les taux des emprunts publics ont-ils augmenté en Irlande et en Grèce, et ce malgré la baisse très forte des taux d'intérêt de la BCE (graphique 5). Outre les phénomènes de boule de neige sur la dette et d'éviction sur l'investissement privé, ces hausses de taux d'intérêt encouragent les États à emprunter à court terme, ce qui fragilise leur situation vis-à-vis des marchés puisque la dette doit être plus souvent renouvelée.

Graphique 5. Taux des emprunts d'État à 10 ans des pays de la zone euro (en %)



Source: Datastream.

Encadré 6 : Le programme de relance de l'économie chinoise

Face à l'effondrement de la demande extérieure, les autorités chinoises ont annoncé en novembre 2008 un plan de soutien de la demande interne de 4 000 milliards de yuans (586 milliards de dollars) soit 8 % du PIB des années 2009 et 2010. Ces dépenses seront consacrées pour 45 % aux infrastructures (routes, aéroports, chemins de fer, réseaux électriques...) et devraient être financées à hauteur de 30 % par le gouvernement central. Les gouvernements provinciaux et ministères techniques ont fait assaut de propositions (25 000 milliards de yuans au total!) à la Commission nationale chargée de sélectionner les programmes.

Les effets du plan se sont rapidement faits sentir : sur la période janvier-avril 2009, l'investissement a bondi de 30 % par rapport aux mêmes quatre mois de 2008. De nombreux projets d'infrastructure, bloqués depuis 2007 par volonté de lutte contre le surinvestissement, ont pu être rapidement lancés. Les prêts bancaires ont explosé au premier trimestre 2009 (leur encours a augmenté de 30 % par rapport au 1er trimestre 2008) : la moitié des nouveaux prêts à moyen et long termes finance des projets inclus dans le plan de relance. De son côté, le budget central a financé seulement 10 % des nouveaux investissements au 1er trimestre 2009. Le déficit budgétaire de l'État pourrait néanmoins atteindre 3 % du PIB en 2009 et 4 % en 2010 alors qu'il était proche de l'équilibre les années précédentes.

Les banques prêtent aux entreprises parce qu'elles ont des liquidités (le taux de réserves obligatoires a été abaissé), qu'elles sont sensibles aux objectifs économiques et politiques locaux et qu'elles peuvent obtenir la garantie des gouvernements locaux. Les sociétés d'investissement locales, dépendantes des municipalités, ont de plus en plus besoin des banques car les revenus des autorités locales sont en baisse (notamment ceux provenant des opérations immobilières). Ces facteurs sont néanmoins de nature à relancer l'accumulation des prêts non performants.

Les autorités cherchent aussi à renforcer la consommation, parent pauvre de la croissance chinoise. Depuis l'automne 2008, les aides sociales, les allocations aux

plus démunis et les dépenses en faveur des logements sociaux ont été augmentées; des coupons d'achat ont été distribués et les achats de voitures ont été subventionnés.

Plus fondamentalement, les autorités ont engagé l'extension du système de protection sociale qui ne couvre actuellement que 40 % à 50 % des urbains et 10 % des ruraux (une couverture maladie universelle est prévue à l'horizon 2020) et ont entrepris une amélioration du système de santé et d'éducation, jusqu'ici très inégalitaire car reposant uniquement sur les ressources des autorités locales. Ces réformes doivent, à moyen-long terme, réduire l'épargne de précaution. Leur succès reposera sur une transformation des institutions, en particulier sur la mise en place d'un pacte de type fédéral qui donne aux provinces des revenus fiscaux à la hauteur de leurs responsabilités en matière sociale et crée de véritables contre-pouvoirs au niveau local.

À moyen terme, la Chine va également devoir réduire son taux d'investissement, lequel va atteindre presque 50 % en 2009. Un tel taux signifie une hausse rapide des capacités de production qui, faute d'une demande suffisamment dynamique, risquent de se révéler excédentaires, notamment lorsque le plan de relance arrivera à son terme.

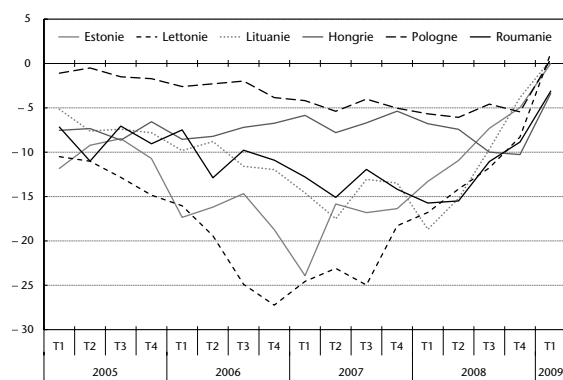
Le problème du financement extérieur en Europe centrale et orientale

Certains pays émergents, en particulier en Europe centrale et orientale, n'ont pu financer des plans de relance face à une baisse très sensible de la croissance, en raison de sorties brutales des capitaux. Dans ces pays, les avantageuses conditions de crédit d'avant la crise financière ne reflétaient pas les risques sous-jacents. Même si une grande partie des entrées de capitaux prenait alors la forme d'investissements directs, les prêts bancaires octroyés par des filiales de banques étrangères, par nature plus volatils, représentaient aussi une part importante des financements. En conséquence, tandis que les déficits courants de certains pays pouvaient dépasser 10 points de PIB jusqu'en 2007 (en Bulgarie, Croatie, Lettonie et Lituanie), la forte baisse des entrées de capitaux a forcé un ajustement rapide des soldes extérieurs et a fragilisé les monnaies de ces pays (graphique 6).

Le poids de l'endettement en monnaie étrangère est pour ces pays très important (plus de 80 % en Lettonie et en Estonie) et l'endettement en monnaies plus « exotiques » accroît encore les risques liés aux variations des changes (endettement en yens ou en francs suisses pour la Pologne et la Hongrie). Afin d'éviter qu'une dépréciation du change importante vienne aggraver le surendettement, certains pays ont durci leur politique monétaire à partir d'octobre 2008: la Russie (qui a vu fondre ses réserves de change de 200 milliards en six mois, sans pour autant empêcher

une dépréciation de 33 % du rouble) et la Hongrie ont augmenté leurs taux directeurs de 200 points de base. Les pays baltes et la Bulgarie ont maintenu leurs régimes de change fixe par des politiques restrictives.

Graphique 6. Balances courantes de pays d'Europe de l'Est (en % du PIB)



Source: Datastream.

Encadré 7. Quelle politique économique pour la Lettonie ?

L'économie lettone s'est contractée de 18 % le premier trimestre 2009 et le solde courant est passé d'un déficit de 17 % au premier trimestre 2008 à un excédent de 1,1 % au premier trimestre 2009 en raison de l'arrêt brutal des entrées de capitaux. Une déflagration économique d'une telle ampleur a remis en question l'opportunité de la politique de change fixe à l'euro.

Le gouvernement lettone a toutefois rejeté l'option consistant à dévaluer et à laisser flotter la monnaie. Il a préféré la dévaluation réelle *via* une politique budgétaire très restrictive. Afin d'améliorer le solde structurel primaire de 14 points de PIB entre 2009 et 2012, les retraites ont été abaissées de 10 %, les salaires dans le secteur public de 20 %, la TVA a augmenté ainsi que les taxes sur l'alcool et le tabac ; les dépenses publiques doivent diminuer de 25 % ; enfin, des hausses de taxes supplémentaires sur la propriété foncière et l'introduction d'une taxe sur les plus-values sont aussi envisagées en 2010. Un premier avantage – relatif – de la dévaluation réelle par rapport à la dévaluation nominale est de reporter directement le coût de l'ajustement sur les ménages et les entreprises en évitant au secteur bancaire d'avoir à provisionner des pertes colossales, à renégocier les prêts avec le secteur privé et de devoir être massivement recapitalisé par le gouvernement. Ainsi

peut-on espérer une crise plus courte. Par ailleurs, un change flottant non maîtrisé risquerait de relancer l'inflation et de conduire à des désajustements de taux de change réel avec les pays voisins. Enfin, une dévaluation ferait sortir la monnaie du cadre du mécanisme de change européen et retarderait l'entrée de la Lettonie dans la zone euro, prévue en 2012.

Une solution moins douloureuse pour le pays eût été l'adoption accélérée de l'euro (avant d'avoir rempli tous les critères du traité de Maastricht). La BCE s'est opposée à cette éventualité d'autant plus que, le secteur bancaire national étant très endetté auprès de banques suédoises, la BCE se serait trouvée, de fait, prêteur en dernier ressort pour des banques qui ne sont pas dans la zone euro. La BCE sait aussi que le risque de manquer son entrée dans la zone euro est un puissant moteur pour adopter des politiques macroéconomiques soutenables; tandis qu'une fois dans la monnaie unique, les incitations se relâchent.

Les coûts économiques et sociaux de la stratégie retenue sont très importants et son efficacité encore limitée: les dévaluations nominales des pays voisins font qu'en termes effectifs réels, la monnaie lettonne s'est appréciée de 6 % au premier trimestre 2009. La défense du régime de change est le véritable nœud de la politique économique en Lettonie et une meilleure solution consisterait à dévaluer une fois pour toutes la monnaie et de maintenir le change fixe au niveau atteint. Pour rendre crédible une telle stratégie, il ne faut pas que cette dévaluation soit perçue comme la première d'une série, ce qui nécessite, d'une part, un calendrier ferme d'adoption de l'euro, d'autre part, un engagement du pays, de la BCE, du FMI et de la Suède d'intervenir en cas d'attaque spéculative dans l'intervalle [Levy-Yeyati, 2009].

Depuis la crise financière et la hausse de l'aversion des investisseurs pour le risque, le financement de la balance des paiements est difficile et les États ont de grandes difficultés d'accès aux marchés internationaux de capitaux voire, dans le cas de La Lituanie, de la Roumanie et de la Hongrie, n'arrivent pas à émettre de la dette en monnaie locale.

Pour venir en aide à ces pays, le FMI a prêté à hauteur de 55 milliards de dollars au titre des prêts concessionnels (Hongrie, Lituanie, Ukraine, Biélorussie, Roumanie et Serbie). La Commission européenne a, de son côté, créé un fond d'urgence doté de 50 milliards de dollars pour aider au financement de la balance des paiements des pays qui ne font pas partie de la zone euro et a prêté aux pays qui avaient déjà reçu l'aide du FMI. Mais les pays bénéficiaires de ces financements ont été contraints à limiter, voire à réduire leurs dépenses publiques et à augmenter les prélèvements fiscaux et les prix administrés bénéficiant de subventions (gaz et électricité). Ces politiques ont pour objectif non seulement la baisse du déficit public, mais aussi l'amélioration de la compétitivité de l'économie par la baisse des coûts plutôt que par la dévaluation de la monnaie. De façon générale, les trois

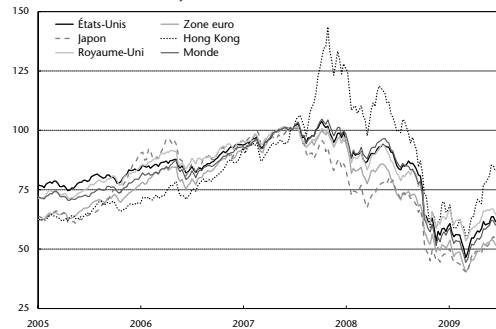
pays baltes ont suivi des politiques budgétaire pro-cycliques afin de limiter le déficit budgétaire, de remplir les critères de Maastricht et d'adopter au plus tôt la monnaie unique (encadré 7).

En complément des prêts concessionnels, le Fonds a mis en place une nouvelle facilité de crédit sans conditionnalité afin d'aider des pays aux fondamentaux économiques solides à soutenir l'activité durant la crise. Ainsi, la Colombie, la Pologne et le Mexique ont reçu 78 milliards de dollars et d'autres pays ont demandé à y être éligibles. Ces facilités ont permis aux États de se financer à des taux raisonnables.

Le débat sur les stratégies de sortie

Au milieu de l'année 2009, des signes de reprise ont commencé à se manifester. En particulier, les Bourses ont commencé à remonter (graphique 7), témoignant d'une confiance retrouvée dans la croissance à venir et dans la capacité des investisseurs internationaux à redevenir acheteurs nets. Les *spreads* de taux d'intérêt (écarts entre les taux d'intérêt sur les actifs ou emprunts risqués et les taux d'intérêt sans risque) ont commencé à diminuer. Les indices de confiance des consommateurs comme des entreprises ont commencé à remonter.

Graphique 7. **Indices boursiers**
en monnaie locale, base 100 fin juin 2007



Source: Datastream.

Un débat a alors émergé sur la manière de défaire les mesures exceptionnelles prises par les autorités monétaires et budgétaires au cours de la crise : réduire la taille des bilans bancaires, remonter

les taux d'intérêt, abaisser les dépenses publiques, relever les impôts, retirer les garanties offertes au système financier, etc. Cette gestion de la sortie de crise, en particulier la question de l'explosion des dettes publiques, est d'autant plus délicate qu'un choc beaucoup plus important se produira dans les années à venir – celui du vieillissement des populations. Ainsi la Banque mondiale a-t-elle calculé que, pour l'ensemble des pays du G20, l'impact net actualisé de la crise sur les finances publiques est de 32 points de PIB, alors que celui du vieillissement est de 409 points.

À quel moment sortir des politiques exceptionnelles de soutien ? On se souvient de l'expérience malheureuse du Japon ayant relevé trop tôt son taux de TVA au milieu des années 1990 ce qui avait tué dans l'œuf une fragile reprise économique. À l'inverse, retarder ou ne pas clarifier la stratégie de sortie de crise risquerait de déclencher des anticipations défavorables, en particulier sur l'inflation. La voie est donc étroite.

Dans quel ordre procéder ? La stratégie de sortie de crise doit être coordonnée au sein de chaque pays : si la banque centrale relève brutalement ses taux directeurs, elle risque de déclencher un krack obligataire rendant difficile le refinancement de la dette publique ; si le gouvernement tarde à réduire le déficit public, il pourrait créer des anticipations de monétisation de la dette, rendant difficile la lutte contre l'inflation. La coordination doit aussi avoir lieu entre les différents pays : un relèvement plus rapide des taux d'intérêt dans un pays que dans un autre pourrait conduire à d'importantes variations de taux de change ; un ajustement budgétaire prématuré dans un ou plusieurs grands pays pourrait ralentir la reprise des partenaires commerciaux.

Un des risques les plus souvent cités est celui d'une résurgence de l'inflation qui pourrait se manifester pour trois raisons principales :

- la monétisation de la dette : incapables de rembourser leurs dettes, les gouvernements n'auraient d'autre choix que d'en alléger le poids par plus d'inflation (les recettes fiscales, mais non la dette, étant peu ou prou indexées sur les prix). Cela suppose une certaine connivence entre autorités monétaires et budgétaires et ce mécanisme est loin d'être automatique : le Japon, dont la dette publique dépasse 200 % du PIB, n'a pas connu de résurgence de l'inflation ;
- la difficulté des banques centrales à dégonfler leurs bilans et à relever les taux d'intérêt en sortie de crise : elles peuvent reculer devant le risque de déclencher un krack obligataire, alors même que leurs responsabilités dans la stabilité du secteur financier

s'accroissent. Mais la communication des banques centrales vise précisément à s'assurer que les marchés financiers ne surréagissent pas à leurs décisions de politique monétaire.

– une erreur d'appréciation sur les écarts de production : il est difficile d'évaluer l'impact de la crise sur la production potentielle, au-delà de l'effet mécanique de la contraction du secteur financier. Si une partie de la chute de l'activité observée pendant la crise s'avérait non pas transitoire mais durable, alors le redressement de la demande en sortie de crise provoquerait très vite des tensions inflationnistes.

Si les arguments économiques ne plaident pas nécessairement pour une plus forte inflation en sortie de crise, les marchés, eux, semblent avoir commencé à s'en préoccuper (les anticipations d'inflation déduites des taux d'intérêt des obligations indexées augmentent) et les banques centrales commencent à communiquer sur ce sujet. Quant à l'ajustement budgétaire, les gouvernements des pays développés considéraient encore prématurée la question à la mi-2009, à l'exception notable de l'Allemagne qui semblait pressée de donner des gages de discipline budgétaire, en cette année électorale.

L'économie mondiale après la crise

La crise économique a révélé un certain nombre de failles dans le système financier mondial, mais aussi dans le système monétaire international et, plus proche de nous, dans l'organisation de la supervision bancaire et de la politique macroéconomique en Europe.

Le système financier international

La fin de l'année 2008 et le début de l'année 2009 ont été marqués par une intense activité de coordination internationale dans le domaine financier. Le point de départ en a été le sommet du 15 novembre 2008 à Washington où les chefs d'États et de gouvernements du G20 ont fixé une liste d'actions à mener dans le domaine de la transparence, de la régulation, de la surveillance prudentielle, de la coordination internationale et de la réforme des institutions financières internationales.

Le 2 avril 2009, les dirigeants du G20 de nouveau réunis, cette fois à Londres, ont décidé un premier ensemble de mesures concrètes dans deux domaines :

– les institutions de Bretton Woods et le financement du développement : triplement des ressources du FMI ; nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux (DTS) ; utilisation de l'or du FMI pour financer les pays pauvres ; hausse des prêts au développement réalisés par la Banque mondiale et les banques régionales de développement ; mise en œuvre de la réforme des quotes-parts au FMI décidée en avril 2008 (donnant plus de poids aux pays émergents et en développement) et lancement d'une nouvelle réflexion sur cette question dans le cadre de la révision périodique des quotes-parts ;

– la régulation financière et la surveillance prudentielle : transformation du Forum de stabilité financière en *Conseil* de stabilité financière élargi à tous les pays du G20 (plus l'Espagne et la Commission européenne) et destiné à coopérer avec le FMI pour avertir la communauté internationale des risques macroéconomiques et financiers et des moyens de les combattre.

Dans ce dernier domaine, le G20 a énoncé un certain nombre de principes pour guider la réforme des dispositifs de régulation et de surveillance vers une prise en compte du risque macroprudentiel. Trois grands chantiers sont ouverts, dans lesquels s'inscrivent les propositions et mesures prises depuis le printemps 2009 en Europe et aux États-Unis : renforcement de la réglementation prudentielle ; extension du périmètre actuel de la régulation et de la surveillance prudentielle à toutes les institutions, marchés et produits financiers susceptibles d'avoir un impact systémique et amélioration de l'organisation des instances de surveillance ; amélioration des normes comptables (encadré 8).

Aussi bien le plan Obama que le rapport Larosière considèrent la banque centrale comme l'institution la plus à même d'assurer la surveillance systémique. Aux États-Unis, tous les établissements présentant un risque systémique seraient placés sous l'autorité de la Réserve Fédérale. En Europe, un Conseil européen des risques systémiques, présidé par le Président de la BCE et composé de membres du Conseil de la BCE, d'un membre de la Commission européenne et de représentants des comités européens de superviseurs, aurait pour tâche de repérer les risques relatifs à l'ensemble du système (par exemple, liés à une bulle immobilière) et non à une banque en particulier. Au Royaume-Uni, un Conseil des risques financiers (Financial Risks Council), comprenant la Financial Services Authority (FSA), la Banque d'Angleterre et le Trésor serait créé.

Encadré 8. Réformer le système financier

Renforcement de la réglementation prudentielle

Le rapport Larosière remis à la Commission européenne en mars 2009 préconise de revoir les règles de Bâle II (dispositif prudentiel destiné à mieux appréhender les risques bancaires) pour :

- augmenter les exigences en matière de fonds propres des banques et réduire leur pro-cyclicité (en encourageant le provisionnement dynamique ou en élevant les exigences en capital en phase haute de cycle);
- rendre plus strictes les règles comptables sur les éléments hors bilan;
- renforcer les règles concernant la liquidité.

En mai 2009, une nouvelle Directive européenne sur l'adéquation des fonds propres a été adoptée. Elle prévoit que les banques européennes devront désormais conserver à leurs bilans 5 % de leurs créances titrisées. En outre, une banque ne pourra pas prêter plus d'un quart de son capital à une contrepartie unique (sauf pour une exposition inférieure à 150 millions d'euros). Elle devra mettre en place des outils de gestion du risque de liquidité. Enfin, la Directive propose une définition unique des fonds propres « durs », utilisés pour évaluer la capitalisation des banques et elle invite la Commission à procéder à la mise en place d'une chambre de compensation centralisée pour les *credit default swaps* (CDS), réforme qui se met en place progressivement.

Au Royaume-Uni, le gouvernement envisage, par l'intermédiaire de la FSA, d'accroître les ratios de capital des banques afin de leur permettre de mieux absorber d'éventuelles pertes. Les banques les plus importantes se verraient aussi imposer des ratios de liquidité.

Aux États-Unis, les banques devront conserver dans leurs bilans 5 % de leurs crédits titrisés. Les exigences en matière de capital seront relevées pour tous les établissements présentant un risque systémique. Par ailleurs, la réforme met l'accent sur la protection du consommateur par la création d'une agence (Consumer Financial Protection Agency) chargée, entre autres, d'établir des normes sur les produits financiers et le crédit afin de protéger le consommateur américain.

Extension du périmètre de la régulation et de la surveillance prudentielle

En avril 2009, les Européens ont adopté une réglementation sur les agences de notation. Celles-ci devront s'enregistrer et être transparentes sur leurs méthodes si elles souhaitent noter les entreprises européennes. De même, les Européens envisagent une réglementation des *hedge funds* et fonds de *private equity*.

Aux États-Unis, la nouvelle réglementation des agences de notation, mise en place en juin 2007 (enregistrement auprès de la Securities Exchange Commission, transparence sur les méthodes), sera renforcée. Tous les fonds d'investissement dépassant une certaine taille seront placés sous le contrôle du régulateur boursier.

Les réformes touchent aussi l'organisation des instances de surveillance. En Europe, afin d'assurer une meilleure coordination des superviseurs nationaux, les trois comités européens de superviseurs (banques, assurances, marchés) seront transformés en autorités ayant en particulier la possibilité d'imposer des standards aux autorités nationales et d'accréditer/surveiller les agences de notation. Aux États-Unis, les multiples agences de régulation existantes seront fédérées en un Conseil de supervision des services financiers (Financial Services Oversight Council), rattaché au Trésor.

Amélioration des normes comptables

Depuis le début de la crise, il existe un large consensus pour admettre que les normes comptables ont exacerbé les tensions sur les marchés. La règle de valorisation des actifs à la valeur de marché (*mark-to-market*) a, en effet, eu des conséquences désastreuses sur les bilans bancaires du fait de son caractère pro-cyclique. Aux États-Unis, en avril 2009, le Financial Accounting Standards Board (FASB), l'autorité nationale en charge des normes comptables, a décidé d'assouplir la règle du *market-to-market*.

En Europe, les choses ont évolué plus lentement. Dès octobre 2008, la Commission européenne avait souhaité adoucir la fameuse règle IAS 39, mais l'IASB (International Accounting Standards Board), à qui l'Union européenne a délégué le soin d'édicter les normes comptables, a longtemps campé sur ses positions. Sous la pression des gouvernements européens, l'IASB a toutefois annoncé en juillet 2009 une réforme de ses règles de valorisation. D'ici la fin de l'année 2009 (avec effet rétroactif), les banques européennes pourront comptabiliser dans leurs bilans certains actifs à leur valeur historique, corrigée de l'amortissement. Pour certains, cette réforme ne va pas assez loin. Mais, et c'est peut-être la chose la plus importante, elle marque un tournant majeur dans la philosophie de l'IASB.

La mise en œuvre de ce principe posera inévitablement la question des objectifs de la politique monétaire, l'objectif strict de contrôle du taux de croissance des prix à la consommation pouvant mal s'accorder avec le nouvel objectif de stabilité financière (voir chapitre III).

Au-delà de ces différentes initiatives, plusieurs questions restent en suspens :

- l'existence d'institutions financières trop grandes ou trop « interconnectées » pour faire faillite (*too big to fail, too interconnected to fail*). L'assurance implicite fournie par les gouvernements aux grandes institutions peut entraîner des prises de risques excessives (aléa moral), mais aussi une distorsion de concurrence par rapport aux institutions de plus petite taille. Il faut alors contraindre plus fortement ces grands établissements, par exemple sous la forme d'exigences plus importantes en capital, de manière à compenser l'avantage procuré par l'assurance étatique ;

- l'existence d'institutions financières trop grandes pour être sauvées (*too big to be saved*). Lorsque les bilans bancaires représentent plusieurs années de la production d'un pays, le risque sur les institutions financières se transforme en un risque pays, comme cela a été le cas en Islande et en Irlande. Une solution peut alors être de fractionner les grands établissements. Cette solution limite cependant les possibilités de diversification des risques entre les différentes activités de l'établissement. Elle se heurte aussi aux po-

litiques de champions nationaux, dans un cadre où les « petits » pays s'inquiètent de ce que les institutions financières de grande taille pourraient devenir l'apanage des seuls « grands » pays;

– la mise en place et le respect de standards internationaux permettant de garantir à la fois la stabilité du système financier mondial et une concurrence équitable. Rien n'empêcherait aujourd'hui un gouvernement de provoquer une nouvelle crise financière mondiale en refusant de se porter au secours d'un intermédiaire financier, comme ce fut le cas pour Lehmann. Est-il acceptable qu'un gouvernement national ait le pouvoir, par une décision particulière, de provoquer une crise mondiale? En l'absence d'une véritable organisation mondiale de la finance avec un pouvoir coercitif, il n'est pas inconcevable qu'un scénario à la Lehmann se reproduise;

– enfin, l'anticipation des crises financières à venir. Même si les efforts pour améliorer la stabilité du système financier international sont importants, il est probable que le monde aura de nouveau à affronter des crises financières à l'avenir. Même si tout sera sans doute fait pour empêcher une institution « systémique » de faire faillite, il serait sans doute opportun d'améliorer les procédures de faillite de manière à limiter les effets de contagion (peu de pays disposent, aujourd'hui, de procédures de faillite spécifiques aux établissements financiers) et de clarifier les conditions de l'intervention publique. Ceci est particulièrement important en Europe où aucune règle de partage du coût budgétaire du sauvetage des banques n'a été mise en place et où le sauvetage de Dexia et Fortis a été réalisé sur la base de négociations entre États. Clarifier les conditions de l'intervention publique permettra aussi d'éviter les interventions intempestives par temps « calme » susceptibles de modifier les conditions de la concurrence [Rochet, 2008].

Perspectives

La crise économique a finalement sonné le glas d'un certain modèle de croissance mondiale, fondé sur un excès de consommation aux États-Unis et un excès d'extraversion (croissance trop fondée sur les exportations) en Asie. Le nouveau régime de croissance de l'économie mondiale reste encore à trouver. La croissance verte, souvent évoquée, est une option sérieuse; elle a l'intérêt de transformer une menace majeure – le réchauffement climatique – en opportunité. Mais le « verdissement » de la crois-

sance représente aussi un coût qui pourrait freiner durablement les secteurs non directement producteurs d'économies d'énergie ou de CO₂. À ce coût, il faudra ajouter un renchérissement probable du capital, suite à la re-réglementation de la finance. Enfin, l'ajustement des finances publiques pourrait passer par une augmentation des impôts dans un certain nombre de pays. Au total, la croissance devra s'accommoder d'un renchérissement des coûts sur longue période.

À plus court terme, la reprise économique reposera en grande partie sur la capacité des États à réallouer rapidement les facteurs de production vers les secteurs porteurs, lesquels ne seront pas nécessairement les mêmes qu'avant la crise (destruction créatrice schumpétérienne). Certains pays européens, dont la France, devront surmonter un marché du travail relativement peu flexible et la réallocation du capital entre secteurs reposera aussi sur un système bancaire encore malade.

L'Europe devra également combler les lacunes de ses institutions mises en évidence à l'occasion de la crise. Elle devra en particulier mettre au point une supervision financière en phase avec le marché unique. Elle devra aussi revoir la surveillance macroéconomique des États-membres, laquelle s'est jusqu'ici focalisée sur les finances publiques. L'union monétaire a donné la fausse impression que les déséquilibres extérieurs ne comptaient plus, à l'image des déséquilibres des échanges entre deux régions françaises. Si, à court terme, le financement du déficit ne pose aucun problème, à plus long terme, la consommation doit s'ajuster au niveau des revenus; et ce, d'autant plus qu'il n'existe que très peu de transferts budgétaires entre États-membres.

Les avantages de la monnaie unique sont apparus bien clairs dans la tourmente: l'euro a évité l'Irlande un scénario à l'islандaise; il a aussi évité une succession de dévaluations compétitives dans les différents États-membres. Néanmoins, les pays les plus touchés par la crise en Europe – y compris à l'intérieur de la zone euro – ont été des pays à larges déficits extérieurs. Ceci devrait inspirer une réforme de la surveillance macroéconomique.

Enfin, la phase de reprise économique mondiale s'accompagnera d'une grande incertitude monétaire. Certes, la crise financière n'a pas provoqué l'effondrement tant redouté du dollar (celui-ci s'est même apprécié depuis la faillite de Lehman Brothers; les bons du Trésor américains, liquides et sûrs, ayant continué à attirer les investisseurs tandis que les institutions financières

rapatriaient leurs capitaux placés à l'étranger). Mais les risques d'une forte dépréciation de la monnaie américaine sont toujours présents (voir *La Lettre du CEPII*, n° 289). Selon la manière dont la Chine réalisera la sortie de son ancrage au dollar, les grandes monnaies pourraient connaître une grande volatilité avec, à la clé, de possibles conflits monétaires. C'est peut-être à ce prix que se fera la transition vers un système monétaire multipolaire.

Bibliographie

- BÉNASSY-QUÉRE A., DECREUX Y., FONTAGNÉ L. et KHOUDOUR-CASTÉRAS D. [2009], « Economic crisis and global supply chains », *Document de travail CEPII*, n° 2009-15, CEPII, juillet.
- BIDSALL N. [2009], « How to unlock the \$1 trillion that developing countries urgently need to cope with the crises », *CDG notes*, Center for Global Development.
- BRI [2009], *Rapport annuel*, n° 79, juin.
- EICHENGREEN B. et O'ROURKE K.H. [2009], « A tale of two depressions », *Voxeu.org*, 4 juin.
- FMI [2009], *World Economic Outlook*, avril.
- LEVY-YEYATI E. [2009], *Is Latvia the New Argentina?*, <http://www.voxeu.org/>.
- PEOPLE'S BANK OF CHINA [2009], *China Monetary Policy Report*, 1^{er} trimestre 2009.
- ROCHET J.-CH. [2008], « Le futur de la réglementation bancaire », *Notes TSE*, n°2, décembre.