

Crises et sorties de crises

■ Comment en sortir ?	1
■ Les grandes phases de la crise	3
■ Les banques centrales à la manœuvre	5
■ Les gouvernements à la rescousse	7
■ Le système bancaire à l'aube d'une nouvelle ère	10
■ L'économie mondiale à la recherche d'un nouvel équilibre	13

Comment en sortir ?

La sortie de crise est la question que tout le monde se pose, pas seulement les banquiers mais aussi les entrepreneurs et les investisseurs ! Et comme cette crise est devenue globale par les secteurs qu'elle touche (finance, puis banque, puis économie réelle) et les pays qu'elle affecte (Etats-Unis, puis Europe, puis pays émergents), la réponse ne peut être ni limitée, ni isolée, ni surtout modérée. Mais, pour y répondre, il ne faut pas oublier que nous vivons non pas les « excès de la finance », mais bien les effets d'un déséquilibre mondial épargne/investissement, ancien et croissant, entre Chine et Etats-Unis pour l'essentiel. Ce déséquilibre s'est creusé entre les grands pays sans trop inquiéter ces dernières années, à l'abri de « l'ample liquidité » (Greenspan, Trichet) qui irriguait le monde. Une liquidité qui venait précisément de ce déséquilibre.

C'est à partir de cet « équilibre du déséquilibre », qui passait par des taux bas, que la complexité de la finance s'est développée, pour chercher une rentabilité plus forte. Il s'agissait alors soit de produits « complexes » mais dont la complexité, alias l'illiquidité potentielle, n'était pas traduite en termes de risque, soit de produits clairement risqués, mais mal prixés. Dans les deux cas, le prix de risque n'était pas le bon. Et ceci d'autant plus que tous les acteurs et tous les marchés n'étaient pas, ou pas bien, régulés et qu'une partie des règles censée le faire (*mark to market* pour la comptabilité et règles de Bâle pour les banques) se sont trouvées prises à contre-emploi parce que procycliques.

La révélation de l'illiquidité de certains produits, à partir d'août 2007, a ainsi conduit à la question des prix de leurs sous jacents puis, plus fondamentalement, aux conditions très spéciales de leur financement et de leur surveillance, lors de leur création et de leur distribution. La désintermédiation a brutalement laissé place à une réin-

termédiation forcée. Dès lors la contrainte de financement s'est partout tendue, en même temps que les prix des actifs baissaient. Ceci a fait apparaître assez vite non seulement l'importance et la qualité dégradée des dettes des pays développés, donc la fragilité de leur architecture financière, mais aussi le déséquilibre fondamental des balances de paiement dans le monde. Pour en sortir, il faudra emprunter plusieurs voies.

La nouvelle information

La première voie est celle de l'information aux marchés. Elle devra indiquer plus clairement les résultats en fonction des

Pour Glenn Davies

Glenn nous a quittés il y a quelques mois. Il avait pris sa retraite à Oxford... comme s'il était possible de prendre du recul par rapport aux affaires du monde, en s'installant dans un des lieux où la capacité de compréhension en est la plus forte ! Car ce mélange d'humour, de camaraderie, et de sens aigu de l'analyse n'est-il pas ce qui le caractérise le mieux ? Auparavant, et pendant de nombreuses années chef économiste UK, il manifestait dans chaque note qu'il écrivait et chaque présentation qu'il faisait, à la fois, une rare proximité et une rare distance par rapports aux faits. Souvent inspiré, jamais surpris, il faisait pleinement partie de notre équipe. Aujourd'hui, nous lui dédions ces pages sur la crise financière que nous traversons. « *C'est la vie* » nous aurait-il dit.

Les économistes du groupe Crédit Agricole

règles de valorisation retenues (*mark to market* et *book value*), mais plus encore comment s'établissent les ratios de la profession. Le ratio de solvabilité diffère en effet selon les pays (par exemple, par la prise en compte des dividendes ou des fonds de retraite) et en fonction du passage de Bâle 1 à Bâle 2. Il demande, à juste titre, relativement moins de fonds propres aux banques à forte dominante *retail*, car elles sont moins risquées, mais un *floor* limite cette baisse. Les comptes et ratios que regardent ainsi les marchés doivent être mieux comparables, autrement la confiance aura de la difficulté à pleinement revenir.

La nouvelle surveillance

La crise actuelle est aussi une bonne source de méditation pour les superviseurs bancaires. Le moins qu'on puisse dire est que les *subprimes* n'auraient jamais dû se développer, selon les règles mêmes des autorités américaines¹. La poursuite de la crise, en Angleterre et en Allemagne, a également montré que les banques centrales n'étaient pas pleinement informées de ce qui se passait dans les banques, des entités spécialisées étant chargées de leur surveillance. On comprend les raisons de ce choix : éviter que la banque centrale ne soit prise en contradiction entre sa fonction première, la stabilité des prix, ce qui peut conduire à faire monter les taux d'intérêt, et la surveillance bancaire, puisqu'une telle hausse pourrait fragiliser certaines banques (il y a là une question du nombre d'objectifs assignés à un seul et même outil, i.e. les taux). A l'expérience, le risque de conflit d'intérêt est moins grave que celui de lacune d'informations. Ceci conduira à étendre la responsabilité des banques centrales et à leur donner un panel d'outils adéquat. En même temps, il est apparu que la complexité et la multinationalisation des groupes appelle à des solutions nouvelles (cas de la Suisse ?) : l'organisation des superviseurs du groupe financier en une entité claire, avec un leader en charge de collecter l'information et d'être en rapport direct avec une seule banque centrale.

La nouvelle réintermédiation

La troisième voie, la plus compliquée et la plus incertaine, est celle de la nouvelle réintermédiation, avec des banques qui vont devoir refinancer plus d'actifs, mais dans des conditions de prix, de *covenants* et de logique comptable différents. D'abord, tous les acteurs vont évidemment devenir plus sensibles aux modalités du financement. L'asymétrie d'information, qui est la situation de

base entre le demandeur et l'offreur de ressources, va devenir plus tendue. Le demandeur va devoir donner plus d'informations et apporter plus de fonds propres, l'offreur va devoir suivre davantage la vie du crédit (ou être incité à le faire), donc titriser moins (ou autrement). La progression des volumes va ainsi se réduire, avec des *spreads* qui vont monter et se différencier. L'environnement de la formation des prix des actifs financiers va changer, puisque les agences de *rating* devront mieux prendre en compte leur illiquidité potentielle, les banques centrales mieux suivre les opérations, sans compter les actionnaires et les différents *stakeholders*. Le monde d'après crise sera caractérisé par un prix du risque plus élevé, une meilleure discrimination entre les différents risques et une normalisation de la hiérarchie des rendements.

Il est assez clair aussi que les marchés financiers vont regarder avec plus d'attention la carte des risques bancaires, avec leur répartition sectorielle et par pays, mais plus encore leur granularité, faisant attention aux « gros risques ». Il est évident aussi qu'ils vont prêter une grande attention à la capacité de liquidité autonome des groupes bancaires, non pas le papier qu'ils peuvent escompter, mais les ressources *cash* qu'ils collectent ou peuvent collecter.

La nouvelle intervention publique

Enfin, si les Etats sont intervenus dans les secteurs bancaires, certains manifestant leurs limites (Islande), on voit que cette situation est temporaire. Sauf à ce que l'Etat intègre de nouveaux risques qui se manifesteront dans la montée des rendements publics et qui freineront la croissance. Le ralentissement économique en cours est suffisamment préoccupant pour que l'Etat entre, si nécessaire, dans le capital des banques mais prépare aussi, sa sortie, quand les régulations seront plus fortes et les groupes assainis. Autrement un autre risque pourrait naître, celui d'une concurrence faussée de la part d'acteurs avec garantie publique et incités à prendre plus de risques. Nous entrons dans une phase de régulation et de surveillance renforcée, mais devons le faire dans des conditions de concurrence et de comparabilité supérieures. Autrement, nous préparons la crise de demain. Tout en sachant que les déséquilibres mondiaux des balances de paiement, à l'origine de tout, ne pourront se résorber que dans la durée. ■

Jean-Paul BETBÈZE

jean-paul.betbeze@credit-agricole-sa.fr

1. Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard, "La crise des subprimes", rapport CAE n° 78, 2008, pages 45 et 46.

Les grandes phases de la crise

Phase 1 : juin – septembre 2007 : Début de la crise et propagation aux marchés financiers

Point de départ : l'alerte sur deux fonds spéculatifs de Bear Stearns, suivie d'une vague de déclassements d'actifs et des premières difficultés de fonds et d'établissements financiers.

Réactivité et premières mesures de soutien des pouvoirs publics : injection de liquidités sur les marchés monétaires, baisse du taux d'escompte de la Fed à 5,25% et de celui des *Fed funds* à 4,75%, soutien financier d'urgence de l'établissement hypothécaire Northern Rock par la banque d'Angleterre.

Phase 2 : octobre 2007 – février 2008 : Stress plus sévères et premières difficultés du secteur bancaire

Pluie de mauvais résultats, amplification des pertes et dépréciations pour des acteurs financiers majeurs et des *hedge funds* de premier plan, inquiétudes sur les *monolines*. Réduction d'activité et démissions s'enchaînent. Sauvetage d'IKB par le gouvernement allemand.

Des banques centrales plus volontaristes et coordonnées. Injection concertée de fonds, diminution de 25 pdb des taux directeurs de la Fed, la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre, la Fed accepte une palette élargie de collatéraux en garantie et un allongement des maturités offertes. Baisse successive de taux de la Fed en janvier, le portant à 3%.

Phase 3 : mars – juillet 2008 : Intensification de la crise et pertes bancaires importantes

Difficultés croissantes à faire face aux appels de marge pour un nombre croissant d'acteurs financiers, rachat de la cinquième banque d'investissement, Bear Stearns, par JP Morgan Chase (avec la garantie de la Fed). Lourdes pertes pour les banques commerciales (américaines et européennes), dépréciations d'actifs et hausse du coût du risque pèsent sur leurs résultats.

Montée en puissance et élargissement de la gamme d'intervention des autorités : augmentation des montants alloués par la Fed lors de ses enchères spéciales auprès des banques, allongement de la durée des opérations d'*open market*, prêt de titres d'Etat aux banques contre des actifs moins liquides, création d'une nouvelle facilité de financement (les *primary dealers* peuvent emprunter directement auprès de la Fed au taux d'escompte, au jour le jour, et contre une gamme élargie de collatéraux), nouvelles baisses de taux portant les *Fed funds* à 2%, accroissement des lignes de swaps de la BCE et la BNS.

Phase 4 : août – novembre 2008 : paroxysme de la crise du système bancaire mondial, accroissement du risque systémique et interventionnisme massif des pouvoirs publics

Aggravation des problèmes de refinancement des banques ⇒ craintes sur la solvabilité d'institutions financières ⇒ spéculations à la baisse. Rapprochements entre grandes institutions financières et premières faillites d'acteurs majeurs s'enchaînent à partir de début septembre : le Trésor met sous tutelle Fannie Mae et Freddie Mac, Lehman Brothers se place sous la protection du chapitre 11 de la loi des faillites et Merrill Lynch est rachetée par Bank of America ; la Fed prête 85Md\$ à l'assureur AIG ; Morgan Stanley et Goldman Sachs abandonnent leur spécificité de banques d'affaires pour devenir des holdings bancaires ayant accès aux différentes facilités de la Fed ; le Benelux met en place un plan de sauvetage du bancassureur belgo-néerlandais Fortis (dont les activités belges et luxembourgeoises sont peu après acquises par BNP Paribas) ; Bradford & Bingley est nationalisé par l'Etat britannique ; augmentation de capital de Dexia (financée notamment par les gouvernements belge et français) ; plan de sauvetage de Citigroup (garantie du Trésor et de la FDIC contre la possibilité de pertes importantes et inhabituelles d'un ensemble d'actifs d'une valeur de 306 Md\$; déblocage d'une enveloppe de 20 milliards de dollars tirée du TARP).

Les tensions sur les marchés monétaires s'exacerbent. Pour pallier les défaillances des marchés et éviter toute rupture dans la chaîne de financement, les banques centrales continuent de soutenir activement les marchés : injections de liquidité ; interventions massives et concertées avec une extension des lignes de swaps de la Fed avec les autres banques centrales ; élargissement de la gamme des actifs pris en pension ; allongement et augmentation des adjudications de la Fed, paiement des intérêts sur les réserves excédentaires et mise en place d'une ligne de crédit pour acheter du papier commercial ; baisse coordonnée de 50 pdb des taux directeurs de six banques centrales (Fed, BCE, BoE, BoC, Riksbank, SNB). La Banque du Japon baisse pour la première fois depuis sept ans le taux cible de 20 pdb à 0,30 % ; la BOJ met en place également d'autres mesures pour faciliter l'accès à la liquidité (rémunération des réserves obligatoires et injections de liquidités sur le marché interbancaire).

Phase 4 : août – novembre 2008 : (suite)

Mise en place de plans de soutien aux systèmes bancaires par la plupart des gouvernements. Elaboration d'un plan de sauvetage par le Trésor américain pour stopper le risque systémique (TARP, *Troubled Asset Relief Program*), consistant en la création d'une structure de défaisance publique chargée de racheter les actifs illiquides des banques (la version amendée est votée par le Sénat et le Congrès début octobre) ;

Mise en place du plan de sauvetage du système financier au Royaume-Uni ; les pays membres de la zone euro annoncent des mesures pour renforcer le capital des banques (cf. article « [Le système bancaire à l'aube d'une nouvelle ère](#) »). Les gouvernements de l'UEM se coordonnent pour soutenir leurs systèmes bancaires.

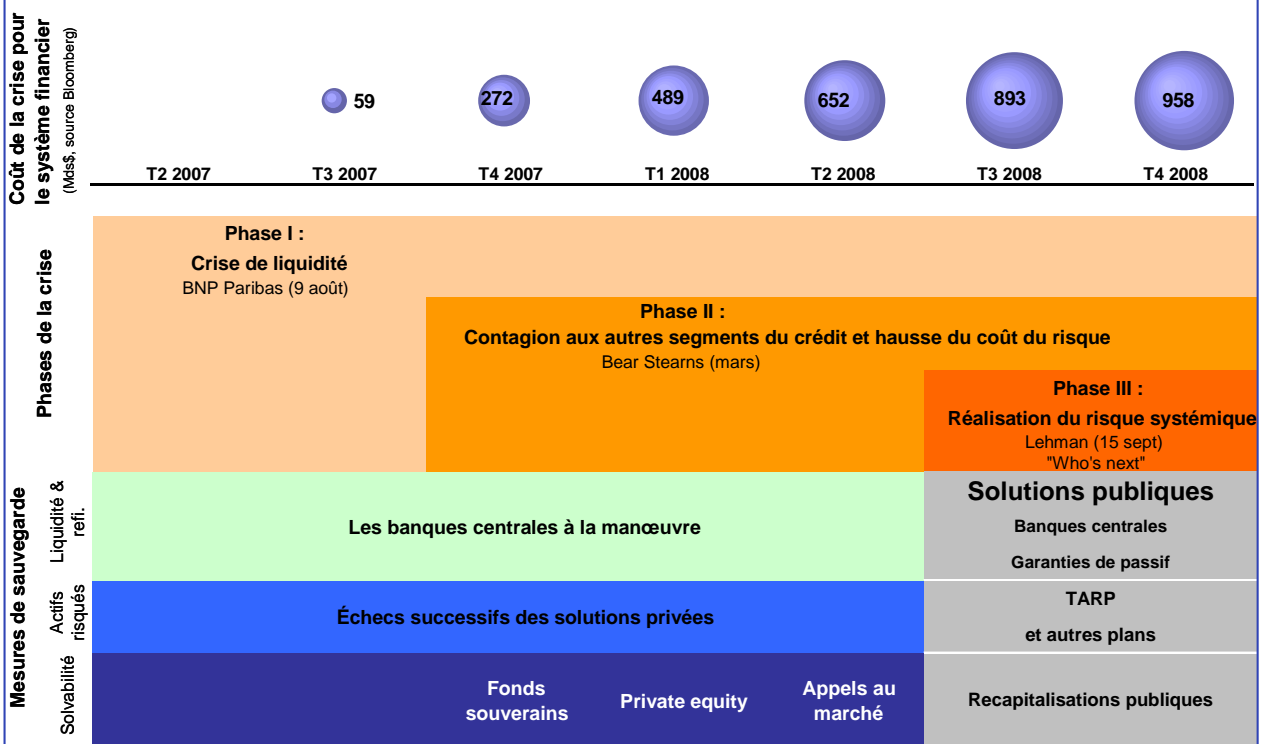
Réorientation du plan Paulson : Le gouvernement américain entre au capital des banques (montant alloué USD 250 mds) ; l'objectif initial du TARP est abandonné. Le Trésor et la Fed lancent deux nouveaux programmes de soutien aux marchés du crédit immobilier et du crédit aux particuliers (automobile, étudiants, cartes de crédit) à hauteur respectivement de 600 et 200 mds\$.

Sommet du G20 pour soutenir l'économie mondiale et réformer le système financier international.

Elaborations des plans de relance dans la plupart des pays développés et dans les pays émergents (en particulier Chine) (cf. articles « [Les banques centrales à la manœuvre](#) » et « [Les gouvernements à la rescousse](#) »).

Graphique 3

Un peu d'histoire : une crise financière particulièrement longue



Source : Crédit Agricole S.A.

Olivier BIZIMANA
 olivier.bizimana@credit-agricole-sa.fr

Florence TOUYA
 florence.touya@credit-agricole-sa.fr

Les banques centrales à la manœuvre

Depuis l'éclatement de la crise de crédit en août 2007, les banques centrales, en tant que garantes de la stabilité du système financier, sont extrêmement actives.

La liquidité à tout prix

L'assèchement brutal de la liquidité sur de nombreux segments de marchés y compris ceux réputés les plus liquides, comme les marchés monétaires, a contraint les banques centrales à mener des opérations de prêteurs en dernier ressort (PDR) exceptionnelles par leur ampleur, leur durée et par la gamme des collatéraux acceptés en garantie.

La gestion de la liquidité revêt un caractère inconditionnel puisqu'il s'agit d'éviter toute rupture dans la chaîne de financement de l'économie. En temps de crise, les banques centrales ne peuvent compter sur le marché pour faire circuler la liquidité dans le système. **Si la liquidité banque centrale est théoriquement infinie, la liquidité privée dépend de manière cruciale de l'état de confiance.** Or la vague de défiance qui secoue le monde financier depuis l'éclatement de la bulle de crédits structurés a progressivement asséché les différentes sources privées d'approvisionnement en liquidité (extinction du marché des billets de trésorerie, paralysie des échanges interbancaires...).

Des dispositifs de crise

Les dispositifs en vigueur ont dû s'ajuster pour faire face à ce choc de liquidité sans précédent.

La BCE traite d'ordinaire avec une gamme large de contreparties et utilise un traitement uniforme des collatéraux pour ces opérations de refinancement classiques (opérations d'*open-market*) et de prêt à la fenêtre d'escompte (prêt direct aux banques à un taux pénalisant). Elle a donc pu facilement accommoder, en durée et en montant, la demande de liquidité banque centrale. Traitant en temps normal avec un nombre limité de contreparties, les *Primary Dealers*, chargés de faire circuler la liquidité, la Fed a dû davantage innover pour alimenter en cash son système financier. De nouvelles facilités de prêts (TAF, PDCF, TSLF, CPFF, MMIFF) ont été créées, répondant chacune à une problématique particulière avec en filigrane l'intention d'élargir l'accès à la liquidité à tous les acteurs dans le besoin (cf. [tableau 1](#)), tout en prêtant à plus long terme et en échange de collatéraux de moins en moins contraignants. La structure des bilans des ban-

ques centrales a évolué au gré de ces changements. Non seulement la taille du bilan de la Fed a plus que doublé en quelques semaines, mais la composition de ses actifs a été profondément remaniée, les bons du trésor laissant désormais la part belle aux autres catégories d'actifs plus risqués. Côté BCE, la durée des opérations de refinancement s'est nettement allongée.

La « liquidité banque centrale » s'est ainsi transformée, prenant de plus en plus les attributs de la liquidité privée (montants illimités, maturités plus longues et gages de moins en moins contraignants, la discrimination entre différents risques, se faisant par le *haircut*...) pour, finalement, s'y substituer.

La politique monétaire face au risque de déflation

En fonction de leur mandat, les banques centrales ont aussi actionné la politique monétaire pour freiner les effets d'accélérateur financier¹ notamment lorsque réduction de l'effet de levier et chute des prix d'actifs s'auto-entretiennent, risquant de plonger l'économie et la finance dans un cercle vicieux prononcé, le tout sur fond de *credit crunch* sévère.

Dès le départ, la Fed a été sensible à cette menace de nature déflationniste². Elle a cherché à alléger la contrainte de financement des agents endettés en baissant fortement les taux d'intérêt, méthode censée prévenir un élargissement des cercles d'insolvabilité. Cependant, les dysfonctionnements sur le marché monétaire ont en partie inhibé les canaux de transmission de la politique monétaire. En Europe, où la cure de désendettement s'avère moins draconienne, la BCE a séparé son rôle de PDR, supposé assurer la stabilité du système financier, de la gestion de la politique monétaire avec son mandat exclusif d'ancrage nominal. Mais, avec l'aggravation de la crise financière et ses effets de contagion à l'économie réelle, la BCE a opéré un revirement de stratégie. Elle a participé au mouvement coordonné de baisses de taux le 8 octobre dernier, marquant ainsi le coup d'envoi d'un cycle global de relâchement monétaire.

1. Bernanke B. et Gertler M., "Inside the black box : the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 1995.

2. Bernanke B., "Deflation, making sure it doesn't happen here", *BIS Review* 68/2002.

Pour combattre l'une des plus graves crises financières de l'histoire contemporaine, les banques centrales emploient les grands moyens et font preuve d'une créativité sans limite. Les marges de manœuvre de la politique monétaire, en revanche, ne sont pas illimitées, les taux d'intérêt nominaux ne pouvant pas baisser sous le seuil de zéro. Mais au-delà, selon le patron de la Fed, il est encore possible de mettre en œuvre des me-

sures en dehors de toute orthodoxie financière. Parmi les mesures envisageables figurent les crédits à taux zéro aux banques, le rachat de titres de dette à toutes les maturités, le pilotage du taux de change et la création monétaire *ex nihilo*. ■

Isabelle JOB

isabelle.job@uk.calyon.com

Frederik DUCROZET

frederik.ducrozet@credit-agricole-sa.fr

Tableau 1

Liquidité : principales mesures des banques centrales (a)

	Fed	BCE	BoE
Opérations de refinancement (OMO)	quotidiennes	hebdomadaires + <i>fine-tuning</i>	hebdomadaires + <i>fine-tuning</i>
<i>principales</i>	injections par OMO de repo ; drainage par OMO de reverse repo ; taux variable	<i>front-loading</i> (injections au-delà des besoins réels, puis drainage pendant la période de maintenance) ; taux fixe (depuis le 15/10/08)	<i>front-loading</i> ; taux fixe
<i>supplémentaires</i>	- TAF (<i>Term Auction Facility</i>) : prêts collatéralisés à 1 et 3 mois, taux variable (600 mds USD) - 2 forward TAF fin 2008 (300 mds USD)	OMO à 3 mois (une régulière, une supplémentaire par mois) et 6 mois (une par mois)	OMO mensuelles à 3, 6 et 12 mois
Facilités de financement			
<i>permanentes</i>	fenêtre d'escompte (taux fed funds + 25 pdb, à 90 jours et contre des collatéraux élargis)	facilités de prêt et de dépôt à 1 jour, taux refi +/- 50 pdb	- facilités de prêt et de dépôt à 1 jour, taux de base +/- 25 pdb - création d'une fenêtre d'escompte
<i>supplémentaires (b)</i>	- <i>primary dealers</i> : PDCF (prêts collatéralisés à 1 jour) ; TSLF (<i>swaps</i> collatéraux-titres du Trésor à 1 mois : 200 mds USD) ; TOP (options de <i>swaps</i> TSLF ; 50 mds USD) - papiers commerciaux : MMMF (prêts collatéralisés aux investisseurs de ABCP) ; CPFF (émetteurs de CP et ABCP notés A-1/P-1/F1) ; MMIFF (CP des fonds monétaires : 600 mds USD max) - ABS : TALF (prêts aux émetteurs d'ABS notés AAA, collatéralisés par des prêts étudiants, autos, cartes de crédit, PME : 200 mds USD)	<i>forward swaps</i> EUR/USD et EUR/CHF (depuis le 15/10/08)	SLS (<i>Special Liquidity Scheme</i>) : <i>asset swaps</i> d'une gamme élargie de collatéraux contre des titres du Trésor à 1 an, renouvelable 3 ans
Refinancements en USD	lignes de <i>swaps</i> en USD avec les autres banques centrales	enchères TAF en USD à 7, 28 et 84 jours, montant illimité, taux fixe (depuis le 15/10/08)	enchères TAF en USD à 7, 28 et 84 jours, montant illimité, taux fixe (depuis le 15/10/08)
Gestion des réserves	- paiement d'intérêt sur les réserves (formule liée au taux fed funds effectif depuis le 06/10/08) - réserves obligatoires (10% des dépôts, inchangé)	- réserves rémunérées aux taux de base - réserves obligatoires (2% des dépôts, inchangé)	- réserves rémunérées aux taux de base - réserves obligatoires (0,15% des dépôts, règles en cours de modification)
Collatéraux éligibles	extension aux titres de dette <i>investment-grade</i> (escompte, nouvelles facilités) et ABS (TSLF, TALF)	extensions aux titres BBB-, dette subordonnée et Certificats de Dépôts, libellés en USD, GBP et JPY	SLS : <i>covered bonds</i> , RMBS et ABS (AAA), dette souveraines (Aa3 et+) des pays du G10

Source : Banques centrales, Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

(a) mesures en vigueur au 30/11/08, dates de mise en œuvre mentionnées pour les modifications les plus récentes

(b) TSLF (*Term Securities Lending Facility*, 11/03/08), PDCF (*Primary Dealers Credit Facility*, 16/03/08), TOP (*TSLF Options Program*, 30/07/08), AMLF (*Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, 19/09/08), CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*, 07/10/08), MMIFF (*Money Market Investor Funding Facility*, 21/10/08), TALF (*Term ABS Loan Facility*, 25/11/08).

Les gouvernements à la rescousse

L'aggravation de la crise financière et sa contagion à l'économie mettent au défi les gouvernements, contraints d'agir pour parer l'éventualité d'une crise économique majeure. Face à l'urgence, les pouvoirs publics proposent des solutions de court terme, avec des mesures de soutien à la demande, et de plus long terme, pour préparer la sortie de crise.

Face à l'affaiblissement marqué de leurs économies et à de sombres perspectives à court terme, les gouvernements ont décidé de suppléer les interventions menées dans le cadre du soutien aux systèmes bancaires ainsi que les actions de politique monétaire conduites depuis le déclenchement de la crise. La boîte à outil dont ils disposent offre une large palette de mesures répondant à des objectifs de relance de la demande, de soutien à des secteurs en crise, d'aide aux agents en difficulté, de renforcement et d'amélioration du potentiel de croissance à long terme, etc.

Des plans d'aide à l'économie et de relance de la croissance

Relevant de différentes stratégies, ces plans combinent des mesures d'urgence pour amortir à court terme le creux cyclique et des programmes de relance s'inscrivant dans une démarche prospective de plus long terme visant à préparer la sortie de crise et mettre en place les conditions d'une reprise.

Ainsi, les politiques de l'offre répondent à des objectifs de long terme et préparent la croissance de demain, voire d'après-demain. Elles cherchent à élever le potentiel de croissance de l'économie, généralement via des réformes structurelles visant à accroître la productivité et la compétitivité de l'économie. Elles portent notamment sur l'investissement en infrastructures, innovation, nouvelles technologies, sur l'éducation et la formation, sur la recherche et développement, sur la flexibilité des marchés du travail et des biens et services.

Les politiques de demande se veulent pour leur part contra-cycliques, au delà du jeu des stabilisateurs automatiques¹. Leur rôle est d'atténuer le creux conjoncturel et de favoriser rapidement les conditions d'une reprise. Les politiques directes d'emploi, d'allègements fiscaux, d'intervention sur la demande au travers d'aides à la consommation ou de soutien au revenu s'inscrivent dans cette logique. Si leurs effets sont rapides, en revanche leur coût est non négligeable puisqu'elles conduisent à une dégradation des finances publiques dans les pays qui utilisent ce levier. De manière directe avec la hausse des dépenses ou la baisse de la pression fiscale mais aussi plus indi-

rectement via un renchérissement du coût de la dette. En Italie ou encore en Grèce, pays déjà lourdement endettés, on a en effet pu observer un fort écartement des *spreads* avec les taux longs allemands.

Les Etats choisissent donc parmi cet éventail, les actions qui leur paraissent adaptées à leur situation conjoncturelle et/ou aux objectifs d'évolution de leur système économique, en termes de spécialisations productives, de contrat social et, plus largement, de modèle de croissance.

Déclinaisons nationales des plans de soutien à l'économie

Union européenne (UE) : Un cadre coordonné pour des mesures nationales

Face à des chocs communs qui mettent en danger la croissance européenne, la capacité des Etats à agir collectivement est une garantie d'efficacité de tout plan de relance. L'absence d'un budget européen qui aurait pu permettre de mettre en œuvre des programmes économiques communs renforce la nécessité d'une coopération entre des Etats de plus en plus nombreux et relativement hétérogènes. Après plusieurs semaines de réflexion et des annonces de plans en ordre dispersé (cf. tableau 1), l'Europe tente d'emprunter la voie de la coopération. Un plan coordonné de relance basé sur le principe de solidarité et visant à exploiter des synergies et éviter le développement d'externalités négatives entre Etats a été présenté par la Commission européenne le 26 novembre et sera avalué au Conseil européen des 11 et 12 décembre prochains.

Il comporte un volet impulsion budgétaire de 200 mds € (1,5% du PIB de l'UE) pour relancer la demande, restaurer la confiance et atténuer le coût social de la récession, dans le cadre des règles assouplies du Pacte de stabilité et de croissance ; 1,2% relève de politiques expansionnistes des Etats membres, le financement européen se monte à 30 mds € (BEI). Ce stimulus doit être ciblé et temporaire², sa coordination permettra des bénéfices individuels accrus pour les Etats membres³. Les préconisations portent sur des actions comme la baisse des taux de TVA (en général pour stimuler la consommation et sur les services intensifs en travail pour créer de l'emploi), des réductions de

1. Qui permettent d'amortir les fluctuations de l'activité induites par des événements conjoncturels.

2. Les Etats qui mettront en œuvre des mesures contra-cycliques devront présenter un programme de stabilité et de convergence ajusté ; ceux dont le déficit excèdera le seuil des 3% du PIB devront inverser la tendance et ramener leurs finances publiques vers l'équilibre dès 2011.

3. Par exemple, relancer la demande dans un pays membre élève également la demande d'importations et donc l'activité et les exportations dans d'autres pays de la zone.

charges sur les bas salaires, l'atténuation de la charge administrative et un accès facilité au financement des entreprises (BEI), l'extension des critères du Fonds social européen...

Le second axe propose des mesures visant à élever la compétitivité et le potentiel de croissance à long terme (stratégie de Lisbonne), en renforçant l'investissement en éducation, recherche et développement et innovation pour créer une économie de la connaissance, en environnement afin de développer l'efficacité énergétique et les technologies propres, l'investissement en infrastructures et interconnexions européennes grâce à la politique de cohésion et aux fonds structurels.

Au final, **si l'inspiration se veut commune, le mode opératoire reste à la discrétion de chaque Etat**, conformément au principe de subsidiarité et contraint par des moyens limités au niveau européen. Il ne s'agit pas vraiment d'élaborer un plan de relance global mais plutôt de mettre en œuvre des mesures de soutien suivant les priorités nationales dans un cadre qui se veut, lui, coordonné.

Etats-Unis : une relance par la demande franche et massive

Le premier plan de relance américain (Economic Stimulus Act, ratifié dès le 13 février) avait toutes les qualités : impulsion significative (1 % du PIB), au bon moment, ciblée et temporaire. Cependant, il n'a pas eu les effets d'entraînement escomptés, contrés par l'érosion du pouvoir d'achat des ménages, l'effet richesse négatif, et le *credit crunch*. Pendant ce temps, la politique monétaire conventionnelle a atteint ses limites avec des taux directeurs proches de zéro. Et le risque de déflation s'est accentué. **Le gouvernement n'a pas le choix : une nouvelle relance s'impose.**

Rien de précis n'existe au moment où nous écrivons. Barack Obama a demandé au Congrès de plancher sur le sujet avec pour objectif une ratification au plus vite après sa prise de fonction le 20 janvier 2009. **Le principe général est de faire de la relance massive par la demande.** L'idéal serait d'au moins compenser le déficit de demande privée en 2009 estimé à 4 % du PIB (600 milliards de dollars)⁴. **L'objectif de Barack Obama de créer ou préserver 2,5 millions d'emplois d'ici janvier 2011 coûterait l'équivalent annuel de 400-500 milliards de dollars (3-3,5 % du PIB)⁵.** La répartition entre baisses d'impôts et hausses des dépenses n'est pas tranchée. Les baisses d'impôts et aides fiscales⁶ peuvent être mises en œuvre rapidement, avec effet quasi-immédiat sur la croissance mais éphémère. Investir dans les infrastructures publiques prend du temps, l'impact sur la croissance n'est pas immédiat mais il est durable.

Les autorités américaines jouent sur tous les fronts en additionnant les mesures, avec trois cibles principales : la sphère financière, l'économie réelle et le marché immobilier⁷. Surtout, ce qui soutient la finance est bon pour la croissance et inversement. Depuis l'été 2008, les mesures ciblant le marché immobilier se succèdent. Elles visent soit l'offre de crédit soit les défauts.

Le 30 juillet est ratifié l'*Housing and Economic Recovery Act* (HERA). **Un des volets est l'Hope for Homeowners Act dont l'objectif explicite est d'enrayer les saisies.** La *Federal Housing Administration* est ainsi autorisée à garantir jusqu'à 300 milliards de dollars de prêts des emprunteurs les moins solvables qui auront renégoциé leur emprunt avec leur créancier⁸. Ce plan d'aide est en vigueur depuis le 1^{er} octobre. **Le 11 novembre, le Trésor annonce un nouveau processus simplifié de modification des prêts immobiliers aux bilans des deux GSEs ou garantis par elles (Streamlined Modification Program).** Ce programme doit entrer en vigueur le 15 décembre. **Le focus est fait sur la capacité de l'emprunteur à honorer ses mensualités.** Le remboursement du prêt ne doit ainsi pas dépasser 38 % du revenu⁹. **Le 25 novembre, la Fed annonce une nouvelle mesure, visant là encore explicitement à détendre les taux hypothécaires et à accroître l'offre de crédit immobilier.** Elle va acquérir 100 milliards de dollars de titres émis par les GSEs (Fannie Mae, Freddie Mac, sous tutelle de l'Etat depuis le 7 septembre, et les *Federal Home Loan Banks*) et 500 milliards de dollars de MBS garantis par Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae¹⁰.

Toutes les mesures prises vont dans le bon sens mais elles n'empêcheront pas la récession : au mieux, elles peuvent l'amortir. Ce qu'elles doivent empêcher à tout prix, c'est l'enclenchement d'une spirale déflationniste.

La plupart des pays occidentaux mettent en œuvre des mesures de soutien à l'économie afin d'empêcher que ne s'enclenche un cercle vicieux de nature dépressive. Si, aux Etats-Unis, un plan d'envergure est actuellement en cours d'élaboration, le plan européen consiste pour sa part en un encadrement des dispositifs nationaux et en des préconisations en termes de bonnes pratiques sur les modalités de relance et de renforcement du potentiel de croissance de la zone¹¹. Les pays émergents également font face à une dégradation de leur situation économique et cherchent à contrer les effets adverses du ralentissement américain et européen en définissant des mesures de soutien ciblées ; c'est notamment le cas de la Chine et de l'Argentine. ■

4. Cf. « Fiscal stimulus : it pays to be bold », *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, 24 octobre 2008.

5. Cf. « How big a fiscal stimulus package? », *US Daily Financial Market Comment*, Goldman Sachs, 24 novembre 2008.

6. Augmentation des food stamps (bons d'achat alimentaire), allègement de la facture énergétique pour les plus modestes, allongement supplémentaire de 13 semaines de la durée d'indemnisation du chômage (déjà portée, fin juin, de 26 à 39 semaines). Des aides fédérales aux Etats sont également au menu.

7. Un prêt de 25 milliards de dollars à destination des constructeurs automobiles américains est également à l'étude.

8. Le principe repose sur l'acceptation par les prêteurs d'annuler l'emprunt initial, et de le remplacer par un emprunt à taux fixe, dont le principal ne représente plus que 90% de la valeur du bien. 400 000 propriétaires pourraient bénéficier de cette mesure.

9. Sont éligibles les emprunteurs avec 90 jours de retard de paiement. La première option est l'allongement de la durée du prêt à 40 ans. Si ce n'est pas suffisant, le taux d'intérêt est abaissé, jusqu'à un minimum de 3 %. Si ce n'est toujours pas suffisant, le capital de l'emprunt est réduit mais avec un remboursement différé. La FDIC défend un projet similaire, mais plus généreux pour l'emprunteur (sont éligibles les propriétaires avec 60 jours de retard de paiement ; le remboursement du prêt ne doit pas dépasser 31 % du revenu) et incluant les prêts subprime et Alt-A. 1,5 million de saisies pourraient être ainsi évitées selon la FDIC.

10. Ces achats vont se dérouler sur plusieurs trimestres. Les achats de titres débutent la semaine suivant l'annonce ; les achats de MBS doivent débuter avant la fin de l'année.

11. Le budget européen ne permet pas d'action massive et la diversité des situations nationales rend délicate l'adoption de mesures homogènes et d'ampleur commune.

Mesures gouvernementales de soutien à l'économie

Tableau 1

France

Politiques d'offre	<p>Investissement en infrastructures</p> <p>Innovation, investissement en nouvelles technologies R&D</p> <p>Flexibiliser le marché du travail</p>	<p>Remboursement plus rapide du crédit impôt recherche.</p> <p>Investissement dans l'économie numérique. Fonds stratégique d'investissement destiné à soutenir des entreprises stratégiques en difficulté.</p> <p>Assouplissement envisagée de la législation sur le travail du dimanche. Assouplissement des conditions d'embauche en CDD et de la réglementation du chômage partiel.</p>
Politiques de demande	<p>Soutien à l'emploi</p> <p>Aides sectorielles (et relance de l'investissement)</p> <p>Stimuler la consommation (soutenir le pouvoir d'achat)</p>	<p>Relance des contrats aidés (100 000 de plus), accélération de la fusion ANPE-Unedic.</p> <p>Pour les investissements avant début 2010, exonération de taxe professionnelle. Avance sur les aides fiscales dans le secteur des services et des aides à la personne. Mobilisation d'une partie de l'épargne réglementée pour les crédits aux PME. Plan de relance pour le bâtiment (rachat de logements neufs, incitations fiscales à acquérir un logement) et pour l'automobile (mesures fiscales, aide à investir pour les véhicules du futur).</p> <p>Revalorisation des indemnités de chômage technique. Généralisation des contrats de transition professionnelle.</p>

Allemagne

Politiques d'offre	Investissement en infrastructures	Infrastructures routières et ferroviaires, financement de travaux publics (garantie par l'Etat de prêts à KW la banque publique, 18 Md €).
Politiques de demande	<p>Soutien à l'emploi</p> <p>Aides sectorielles (et relance de l'investissement)</p> <p>Stimuler la consommation (soutenir le pouvoir d'achat)</p>	<p>Prolongement de certaines indemnités chômage. Octroi de moyens supplémentaires à l'Agence pour l'emploi.</p> <p>Modifications comptables (amortissement dégressif pour les biens d'investissement). Exonérations de charges dans la construction. Déductions fiscales sur des factures d'artisans pour prévenir une dégradation de l'activité des PME.</p> <p>Exonération de la taxe sur les véhicules neufs.</p>

Italie

Politiques d'offre	<p>Investissement en infrastructures</p> <p>Innovation, investissement en nouvelles technologies R&D</p>	<p>Mobilisation de ressources pour investir en infrastructures (une partie provenant du fonds européen de développement).</p> <p>Incitations à l'innovation (économies d'énergie, renforcement du programme « Italie 2015 »). 40 Md € provenant des fonds européens seront affectés à l'environnement et la R&D. Extension du crédit d'impôt pour la R&D.</p>
Politiques de demande	<p>Aides sectorielles (et relance de l'investissement)</p> <p>Stimuler la consommation (soutenir le pouvoir d'achat)</p>	<p>Activation du fonds de garantie des prêts aux entreprises en difficulté. Baisse de l'impôt régional sur les bénéfices des entreprises. Plan de soutien au commerce extérieur. Aides aux secteurs de l'automobile et de l'électroménager.</p> <p>Pour les ménages en difficulté : taxe « Robin des Bois », prorogation de la défiscalisation du paiement des heures supplémentaires et des bonus exceptionnels. Prêt aux ménages pour les nouvelles naissances. Possibilité de renégocier les prêts à taux révisibles.</p>

Espagne

Politiques d'offre	<p>Investissement en infrastructures</p> <p>Innovation, investissement en nouvelles technologies R&D</p>	<p>Commandes publiques infrastructures. Projets d'infrastructures avancés (partenariat public-privé pour les aéroports).</p> <p>Subvention (bonification des cotisations sociales) aux entreprises qui créent des emplois dans les secteurs stratégiques liés au nouveau modèle productif (R&D, énergies renouvelables).</p> <p>Baisse des frais de notaire et d'enregistrement pour les créations d'entreprises (-20%) et simplification des procédures administratives.</p>
Politiques de demande	<p>Soutien à l'emploi</p> <p>Aides sectorielles (et relance de l'investissement)</p> <p>Stimuler la consommation (soutenir le pouvoir d'achat)</p>	<p>Bonification de 1 500 €/an pour l'embauche de chômeurs ayant une famille à charge.</p> <p>Lignes de crédit via ICO vers les PME (29Md €) et vers les entreprises en difficulté dans la construction et l'automobile (36Md €), réhabilitation logement et infrastructures hôtelières (2,5Md €).</p> <p>Paquet fiscal de soutien aux ménages les moins aisés (baisse de 400€ par ménage). Plan de 2 ans destiné à favoriser le renouvellement du parc automobile (1,5 Md €). Moratoire partiel (50% pendant deux ans) du paiement des échéances hypothécaires pour les chômeurs, travailleurs indépendants ayant perdu leur activité, retraités avec charge familiale. Déduction fiscale sur les prêts hypothécaires.</p>

Royaume-Uni

Politiques de demande	<p>Aides sectorielles (et relance de l'investissement)</p> <p>Stimuler la consommation (soutenir le pouvoir d'achat)</p>	<p>Exemptions d'impôt sur les sociétés pour les entreprises étrangères. Aide aux PME.</p> <p>Baisse de la TVA de 17,5% à 15% au 01/12/2008. Hausse des allocations familiales, crédit d'impôt, aides aux retraités.</p>
------------------------------	--	---

Japon

Politiques de demande	<p>Aides sectorielles (et relance de l'investissement)</p> <p>Stimuler la consommation (soutenir le pouvoir d'achat)</p>	<p>Relèvement des garanties de crédit pour les PM, prêts aux petites entreprises.</p> <p>Baisse des péages routiers et des tarifs des autoroutes. Réductions d'impôts. Aides aux ménages, aux jeunes travailleurs précaires, allocations familiales ou vieillesse.</p>
------------------------------	--	--

Le système bancaire à l'aube d'une nouvelle ère

Une nouvelle ère commence pour les banques, marquée par l'action des pouvoirs publics un peu partout à travers le monde. Ils interviennent d'abord, et en urgence, pour aider le système bancaire à surmonter la crise systémique provoquée par la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008. Dans un second temps, ils impriment leur empreinte de façon plus durable, en renforçant et en réorganisant la régulation financière.

L'impuissance des marchés à purger seuls leurs excès

De l'éclatement de la crise des *subprimes* à la faillite de Lehman Brothers, les marchés ont fait preuve, pendant plus d'un an, de leur incapacité à surmonter seuls la crise. Ni les dépréciations massives d'actifs, ni les recapitalisations tout aussi importantes¹, ni les tentatives de mise en place de fonds de soutien privés² ne sont parvenues à faire revenir la confiance dans un système bancaire rendu exsangue par l'importance et la complexité des produits structurés disséminés au sein du système financier. Ce dont témoigne la persistance de tensions extraordinaires sur les taux interbancaires.

Après l'accalmie qui avait suivi le sauvetage de Bear Stearns en mars 2008, la faillite (surprise et surtout contradictoire) de Lehman Brothers a fait repartir l'incendie de plus belle. La crise de liquidité a très rapidement dégénéré en crise de défiance généralisée vis-à-vis du secteur financier (cf. graphique 1). La suspicion des marchés s'est portée dans un premier temps sur les acteurs aux *business models* les plus fragiles, car dépendant le plus des marchés de gros pour se refinancer, tels les *brokers-dealers* (semblables à Lehman Brothers). Puis elle s'est déplacée sur les acteurs ayant le moins assaini leur portefeuille de crédits structurés, ceux fortement exposés au *fixed income* et à l'immobilier, et en définitive à l'ensemble des acteurs suspectés d'avoir un levier important.

Cette extrême défiance a provoqué pour les établissements (notamment américains) une réduction brutale de leur capacité de financement :

- **Contagion immédiate aux marchés de dette (financement à moyen terme), exacerbation des tensions sur les marchés interbancaires** (malgré les injections massi-

ves de liquidités des banques centrales), sanction des marchés boursiers et dégradations des notations des agences.

- **Propagation de la crise de défiance des marchés aux déposants**, s'interrogeant sur la solidité de leur banque, et par ricochet sur la sécurité de leurs dépôts.

Cette incapacité prolongée du système financier à sortir de l'ornière, avec les risques d'assèchement des circuits de financement qu'elle faisait peser, a fini par menacer même les banques les plus solides et donc la stabilité de l'ensemble du système financier. Les pouvoirs publics ont ainsi été contraints d'intervenir de façon plus rapide et plus directe qu'anticipée, et de mobiliser, cette fois, des moyens considérables pour mettre un terme aux enchaînements systémiques.

Les pouvoirs publics en relais de la défaillance des marchés

Objectifs de l'aide publique

A court terme, l'aide publique a pour objectif de contenir ce risque de crise systémique, et d'éviter que les économies ne rentrent dans une spirale dépressionniste, où la déflation s'ajoute à la récession.

A moyen terme, ces mesures ont clairement pour objectifs de restaurer durablement la confiance dans le système financier et entre les banques et, en renforçant la solvabilité du système bancaire, d'éviter un rationnement quantitatif trop brutal et indiscriminé du crédit. En effet, en renforçant la solvabilité des banques, ces plans de recapitalisation et de soutien ont par ailleurs le mérite d'adoucir les effets du *deleveraging*, qui risquait autrement de ne s'effectuer que par réduction des actifs. La multiplication des ventes de détresse qui en aurait découlé n'aurait fait que renforcer la pression sur les fonds propres, dans un cercle vicieux aux conséquences potentiellement désastreuses pour le financement de l'économie mondiale.

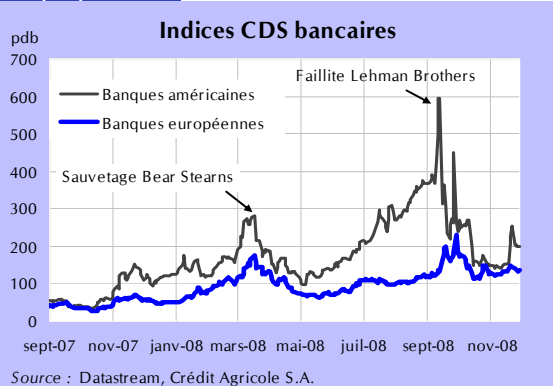
Les premières formes de l'aide publique

L'intervention publique a d'abord consisté en des interventions au cas par cas, tant aux Etats-Unis

1. Réalisées dans un premier temps avec l'aide des fonds souverains ou des fonds de private equity, puis par appel au marché.

2. M-Lec en décembre 2007, fonds d'entraide interbancaire de 70 milliards de dollars en septembre 2008.

Graphique 1



(Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Lehman Brothers) qu'en Europe (Fortis, Bradford and Bingley, Dexia, etc.). Malgré cela, la contagion s'est accélérée, imposant des réponses plus massives encore, et surtout plus globales, afin d'éviter toute rupture du financement de l'économie.

C'est dans cet état d'esprit qu'a été lancé le TARP (*Troubled Assets Relief Program*), le 20 septembre 2008. Ce programme visait tout d'abord, avec une enveloppe de 700 milliards de dollars, à racheter des actifs illiquides des banques américaines, pour faciliter le nettoyage de leurs bilans. Mais cette solution, si massive soit-elle, n'est jamais parvenue à convaincre les marchés, sceptiques sur les modalités de sa mise en place.

La triple solution anglaise

A contrario, la solution anglaise annoncée par Gordon Brown le 8 octobre 2008 a très rapidement fait école. Elle présentait en effet l'avantage de faire d'une pierre trois coups, en s'attaquant de front aux problèmes de liquidité, de refinancement et de solvabilité qui minent les banques depuis le début de la crise.

Afin de renforcer les fonds propres du système bancaire, le gouvernement s'est tout d'abord engagé à apporter jusqu'à 50 milliards de livres sterling sous forme d'actions préférentielles. L'objectif est que les banques britanniques atteignent un ratio de Tier 1 suffisamment élevé pour faire face aux pertes engendrées à la fois par leur exposition aux *subprimes* et par le ralentissement économique à l'œuvre au Royaume-Uni, sans rationner exagérément le crédit. Dans ce contexte, pour satisfaire aux exigences de la *Financial Services Authority*, les banques aux profils jugés les plus risqués ont été contraintes d'être recapitalisées par l'Etat (RBS, HBOS et Lloyds TSB)³. Elles devront en contrepartie accepter un certain nombre de contraintes : accueillir des représentants du gouvernement au sein de leur *Board*, modifier le système de rémunération de leur direction, limiter les dividendes, et maintenir leurs prêts aux PME et aux particuliers à un niveau équivalent à celui de 2007 lors des trois prochaines années.

Pour redynamiser le refinancement des banques atteignant les niveaux de solvabilité exigés par la FSA, le gouvernement garantit également jusqu'à 250 milliards de livres leurs nouvel-

les émissions de dette à court et moyen terme. Enfin, pour pallier les dysfonctionnements des marchés interbancaires, le Trésor augmente de 200 milliards de livres le *Special Liquidity Scheme* instauré en avril dernier, qui permet aux banques d'échanger des actifs de bonne qualité mais devenus illiquides contre des bons du Trésor.

La mise en place de solutions globales

Les autres pays européens ont rapidement reconnu l'intérêt et la puissance potentielle d'une telle solution, seule à même de réduire durablement le stress pesant sur le système financier.

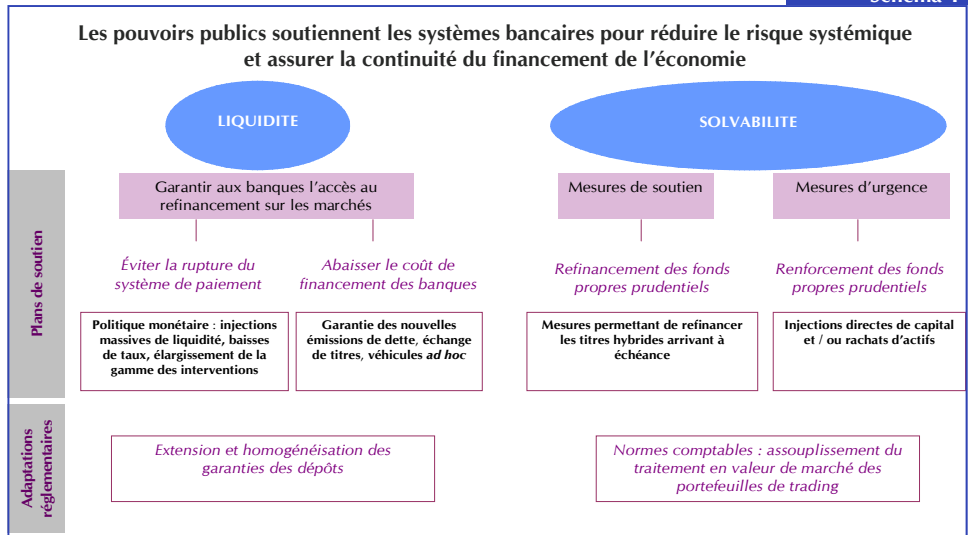
Sous des formes diverses, ils ont quasiment tous adopté une solution similaire, en l'aménageant en fonction de leurs spécificités nationales. L'Eurogroupe du 12 octobre a ainsi abouti à un accord, s'engageant à garantir les crédits interbancaires jusqu'au 31 décembre 2009, et à recapitaliser les banques si nécessaire (cf. schéma 1).

Les gouvernements se sont dotés ainsi d'une palette d'instruments allant de la garantie de l'endettement des banques (de l'interbancaire jusqu'aux titres hybrides constituant une partie de leur Tier one) et de structures *ad hoc* servant d'intermédiaire entre les banques et le marché, à la possibilité d'entrer dans le capital des banques en difficulté ou sujettes à des attaques spéculatives, en passant par des rachats d'actifs ou des *swaps* dette contre emprunts d'Etat.

En définissant des mesures de refinancement des fonds propres ou d'injection de capitaux en cas de besoin, les gouvernements renforcent la solvabilité des banques. Celle-ci a en effet globalement eu tendance à se dégrader ces derniers mois sous l'effet de facteurs conjoncturels, liés à l'absorption des pertes suite aux dépréciations sur

3. Barclays a pour sa part été également contrainte d'augmenter son ratio tier 1, mais a eu le choix de se tourner vers une solution de marché, pour éviter d'avoir à satisfaire les contraintes imposées par la FSA dans le cadre d'une recapitalisation par l'Etat. HSBC et Santander ont d'emblée privilégié une recapitalisation intra-groupe de leur filiale anglaise. D'autres acteurs, comme Standard Chartered et la banque coopérative Nationwide, ont annoncé ne pas avoir besoin d'augmenter leurs fonds propres pour satisfaire aux exigences de la FSA.

Schéma 1



titres, et à la montée du coût du risque, mais aussi de facteurs structurels, liés au processus de *deleveraging* en cours.

Ces mesures joueront favorablement sur la confiance. En apportant des garanties, les Etats éliminent *de facto* le risque de contrepartie et permettent ainsi aux établissements bancaires d'accéder aux marchés de dette et de faire revenir la confiance des investisseurs privés. La garantie des dépôts doit permettre la stabilisation d'une source de financement primordiale. Enfin, l'assouplissement des normes comptables a vocation à permettre, d'une part, la maîtrise du *timing* des dépréciations d'actifs et, d'autre part, de sortir de la contrainte de valorisation des marchés lorsque ces derniers sont illiquides.

Le plan adopté en France contient lui aussi deux volets. Le premier est consacré à l'amélioration des conditions de refinancement des banques. Le second a pour but de renforcer les fonds propres Tier 1 des banques. Il s'agira notamment d'aider ces dernières à refinancer, dans le cadre de la gestion courante, les titres hybrides⁴ qui arrivent à échéance d'ici fin 2009. Afin de soutenir les banques dans leur fonction de financement de l'économie, l'Etat a annoncé le 21 octobre 2008 sa souscription aux émissions de dette subordon-

née des six principales banques françaises à hauteur de 10,5 milliards d'euros. Cette mesure a permis de relever leur ratio Tier 1 de 0,5%.

Les autorités américaines ont également fini par adopter la philosophie européenne des plans de sauvetage. La solution des rachats d'actifs toxiques a officiellement été abandonnée, au profit tout d'abord d'injections de capitaux. 212 milliards de dollars issus du TARP ont d'ores et déjà été affectés à la recapitalisation des principales banques et d'AIG. Par ailleurs, les prêts interbancaires sont désormais garantis. Enfin, la FDIC, via le *Temporary Liquidity Guarantee Program* (TLGP) garantit totalement les dépôts non rémunérés ainsi que les dettes senior non sécurisées qui seront émises avant le 30 juin 2009.

Les pouvoirs publics ont certes tâtonné avant de finalement mettre au point les modalités de leur intervention. Mais au final, et en comparaison d'autres épisodes historiques, l'ampleur des plans et la rapidité avec laquelle ils ont été mis en place méritent d'être salués (cf. tableau 1).

Un renforcement de la régulation financière

Une deuxième phase de l'action des pouvoirs publics devrait progressivement se mettre en

place, celle du renforcement de la régulation financière. Les pouvoirs publics ont en effet à cœur d'empêcher que les excès passés et la sous-évaluation massive des risques qui en a résulté puissent se reproduire. On peut donc s'attendre à des évolutions significatives tant de l'architecture des systèmes financiers que de leur régulation.

Le G20⁵ des 14 et 15 novembre 2008

4. Titres qui cumulent à la fois des caractéristiques de capitaux propres et de dettes, comme par exemple les titres subordonnés et les actions de préférence. Il s'agit de titres qui peuvent être comptabilisés dans les fonds propres (quasi fonds-propres), mais qui ne donnent pas accès aux mêmes droits que les actions ordinaires. Il est donc impératif de les distinguer des actions ; en particulier, ils ne sont pas constitutifs d'une augmentation de capital.

5. Adresse ci-dessous :

<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>

Tableau 1

	Liquidité		Solvabilité		Dépôts
	A court terme	A moyen terme : garanties sur les nouvelles émissions de dette	Refinancement de capital / Recapitalisations	Rachats d'actifs	Garantie des dépôts
Allemagne		400 Mds €	80 Mds €	20 Mds€	50 000 €
Autriche		85 Mds €	15 Mds €		illimitée
Belgique					100 000 €
Danemark		totales			illimitée
Espagne		200 Mds €	si nécessaire	50 Mds € pour des actifs de bonne qualité	100 000 €
Finlande		50 Mds €	4 Mds €		50 000 €
France		320 Mds €	40 Mds €		70 000 €
Grèce		15 Mds €	5 Mds €		100 000 €
Irlande		485 Mds €	si nécessaire		illimitée
Italie		totales	20 Mds €		103 291 €
Luxembourg					100 000 €
Norvège					230 000 €
Pays-Bas		200 Mds €	20 Mds €		100 000 €
Portugal		20 Mds €			50 000 €
Royaume-Uni		250 Mds £	50 Mds £ + Northern Rock + B&B		50 000 £
Suède		150 Mds €	1,5 Mds €		50 000 €
Suisse			6 Mds CHF pour UBS	structure de défaisance pour les actifs toxiques d'UBS (54 Mds CHF)	100 000 CHF
Etats-Unis		totales sur la dette senior	TARP : 700 Mds\$	option abandonnée	illimitée

Source : Banques centrales, Crédit Agricole S.A.

constitue de ce point de vue une avancée importante. D'une part, parce que les pistes de travail contenues dans la déclaration finale sont nombreuses et bien ciblées. D'autre part, parce que ce texte, certes encore peu concret à ce stade, est parvenu à recueillir l'aval des vingt principaux pays de la planète, Etats-Unis inclus.

Il est vrai que cette phase de réforme en profondeur du système financier, indispensable pour limiter les risques d'occurrence de nouvelles crises financières majeures, prendra du temps.

Mais ces propositions, tout comme les plans de soutien des Etats, représentent des avancées significatives. Les espoirs de sortie de crise reposent, en effet, aujourd'hui sur le degré élevé d'implication des pouvoirs publics, qui ont su, par l'ampleur et la variété des mesures de soutien prises, se hisser à la hauteur des enjeux auxquels est confronté le système bancaire. ■

Estelle HONTHAAS

estelle.honthaas@credit-agricole-sa.fr

L'économie mondiale à la recherche d'un nouvel équilibre

L'économie mondiale a connu une longue période de prospérité sur fond de libéralisation des marchés financiers et d'intégration globale des économies, y compris des nations émergentes. Mais la croissance de ces dix dernières années s'est également nourrie de lourds déséquilibres financiers avec un jeu de miroir entre les excès d'endettement des uns (les Etats-Unis surtout), les surplus d'épargne des autres (Chine en tête) et au centre une liquidité mondiale abondante et bon marché. Cette logique des déséquilibres a volé en éclat après le déclenchement de la plus grave crise financière de l'histoire contemporaine. La phase d'ajustement s'annonce violente et douloureuse, le temps de trouver un nouvel équilibre pour ramener l'économie mondiale sur un sentier de croissance moins « léveragé » et donc plus soutenable.

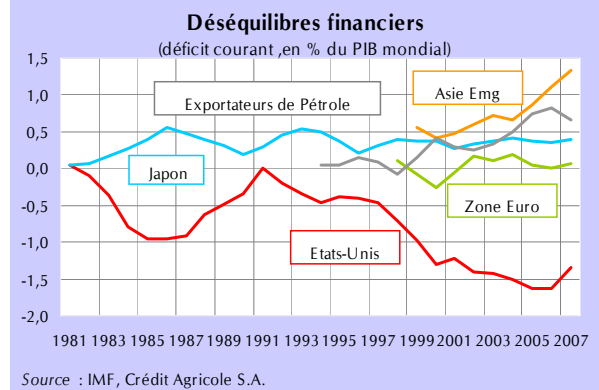
Le cercle vertueux entre une consommation américaine dynamique financée par émission de dollars d'un côté et un modèle de croissance asiatique basé sur les exportations de l'autre a alimenté une décennie de croissance forte. Pendant ce temps, les excès d'épargne chinois ont permis de financer aisément la désépargne américaine, garantissant la pérennité du système et le pilotage des taux de change asiatiques à des fins mercantilistes. Ce système semblait posséder sa propre cohérence, chacun y trouvant son intérêt. Les Etats-Unis parce que les consommateurs ont pu dépenser toujours plus en empruntant bon marché. L'Asie parce qu'elle a produit plus et a ainsi offert des emplois à une main-d'œuvre surabondante. Les autres pays émergents parce que les prix des matières premières ont été tirés vers le haut.

Mais, ce système portait en lui les germes de son propre effondrement, vu le gonflement des déséquilibres financiers qui soutenaient ce fragile édifice. **La faiblesse des taux d'intérêt mondiaux, l'abondance de liquidité internationale, les prises de risques exagérées avec effets de levier croissants, l'inflation du prix des actifs ont été les faces cachées de cette longue phase de pros-**

périté économique. La crise financière a eu un effet d'amplification, à proportion de la situation de fragilité qu'avait développée l'économie mondiale. Les mouvements de panique ont fait le reste

mettant en péril l'intégrité du système et nécessitant une intervention dans l'urgence des pouvoirs publics pour soutenir les banques (cf. article « **Le système bancaire à l'aube d'une nouvelle ère** »). La crise bancaire, dans sa version systémique, semble avoir été jugulée mais la cure de désendettement au niveau global est loin d'être finie. Pour être supportables, ces ajustements bilanciaux doivent être lissés dans le temps. Tous les pays doivent donc rester mobilisés pour faire en sorte que cette transition vers un régime de croissance moins « léveragé » se fasse de manière la plus ordonnée possible.

Graphique 1



L'arrêt brutal de la prodigalité du consommateur américain, qui doit maintenant restaurer ses finances, pose en effet un sérieux défi pour une croissance mondiale qui s'est nourrie de ses largesses.

Les pays développés en désendettement

Aux Etats-Unis, les ménages américains ont fini par capituler après avoir porté à bout de bras la croissance de ces dix dernières années, la consommation allant jusqu'à représenter 70% de la richesse nationale, un record historique. Destruction de richesse, remontée du taux de chômage et difficile accès au crédit se cumulent et les contraignent aujourd'hui à réduire drastiquement leurs dépenses. La baisse de la consommation va entraîner dans son sillage la croissance, avec une récession qui s'annonce profonde et longue (contraction du PIB américain de 1,8% en base annuelle en 2009).

Le Royaume-Uni s'apprête également à traverser un épisode récessif sévère (contraction de l'activité de 1,3% en 2009), avec le débouclage violent des excès commis sur un tandem immobilier-ménages. En zone euro, la dynamique de crédit dans la phase ascendante du cycle a aussi pêché par excès mais sans trop d'exagération (à l'exception notable de l'Irlande ou de l'Espagne). La cure de désendettement s'annonce donc moins draconienne et la contraction de l'activité moins forte. Mais cette région du monde n'échappera pas à une longue période de stagnation (croissance nulle en 2009 selon nos prévisions).

Avec la nécessité du rééquilibrage de la croissance mondiale, les pays émergents vont devenir le nouvel élément tracteur mais, crise aidant, ce nouveau moteur semble avoir du mal à démarrer.

Les pays émergents en restructuration

La crise financière atteint aussi les émergents, dont la croissance va nettement ralentir en 2009. Certains ont déjà dû se résoudre à des ajustements sévères. Pourtant, la plupart ont des fondamentaux bien plus solides qu'il y a dix ans. Mais surtout, au-delà de la crise, leur potentiel de croissance demeure attractif, et se conjuguera avec le probable retour des investisseurs vers l'"économie réelle" pour favoriser un rebond.

Les pays émergents sont affectés par la crise financière. Leurs devises et leurs marchés sont en baisse, alors que les primes de risque ont forte-

ment augmenté, souvent de manière indiscriminée. **Pourtant, les économies émergentes sont à quelques exceptions près beaucoup plus solides qu'elles ne l'étaient il y a dix ans.** Dans l'ensemble, grâce à des politiques budgétaires et monétaires beaucoup plus pragmatiques, les fondamentaux sont sains, avec une croissance dans le respect des équilibres financiers. Ainsi, alors que la croissance moyenne des pays émergents est passée de 3,2% par an entre 1990 et 1999 à 6,5% depuis, l'accumulation de réserves de change (de 5,4 mois d'importations en 1999 à 10 mois actuellement) facilitera beaucoup la traversée de la crise.

Les canaux de contagion de la crise aux émergents sont multiples. Le plus durable est la contraction de la demande des pays développés, qui affectera les principaux exportateurs et, indirectement, les producteurs de matières premières (énergétiques, minérales, agricoles) dont les prix vont baisser pendant la crise. Le second, aux effets les plus brutaux (l'ajustement exigé est alors immédiat), est le canal financier : l'assèchement de la liquidité impacte durement les pays qui étaient dépendants de financements extérieurs pour combler des déficits courants croissants. Le choc est particulièrement sévère quand ces flux passaient par les banques de ces pays. Les *corporates* sont parfois directement touchés par la fermeture de leur accès au marché financier international, et par la dépréciation de la plupart des devises émergentes. Enfin, dans quelques grands pays, la chute des devises et des bourses a été amplifiée par des arbitrages ayant conduit à des sorties de capitaux significatives.

Le degré de vulnérabilité des émergents est très varié. Certains (surtout en Europe centrale et orientale) cumulent les fragilités : déficits courants importants et mal financés, secteurs bancaires engagés dans le soutien à des bulles (immobilières, de consommation...), *corporates* endettés en devises alors que leur marché ouest-européen se contracte... Ils sont déjà en crise, et certains en ajustement dans le cadre de programmes FMI/BCE. D'autres, aux fondamentaux beaucoup plus sains (Mexique, Asie du Sud-Est, pays pétroliers, Pologne...) vont être affectés par la baisse de la demande des pays développés, mais le ralentissement attendu ne s'y traduira sans doute pas par une crise.

De plus, au-delà de la crise actuelle, la plupart des émergents restent très attractifs pour les investisseurs, qu'ils soient industriels ou en porte-

1. En 2003, Goldman Sachs publiait "Dreaming With BRICs: The Path to 2050", un article dans lequel ses économistes démontraient que sous des hypothèses raisonnables (et qui tiennent toujours) de croissance, d'épargne et de productivité, la taille cumulée des quatre grandes économies émergentes dépasserait celle du G6 (le G7 moins le Canada) un peu avant 2040. Un tel basculement aura des conséquences considérables sur les équilibres géopolitiques, sur les flux financiers et humains, sur les stratégies industrielles et d'investissement...

feuille. Le dérapage des monnaies, la chute brutale des bourses, et surtout la contraction de la demande des pays développés conduisent à revoir sensiblement à la baisse les prévisions pour 2009 pour les émergents. Mais au-delà ? Les pertes considérables enregistrées par beaucoup d'investisseurs sur ces marchés ne risquent-elles pas de les en détourner durablement, en les faisant exiger une "prime de risque" qu'ils ne retrouveront peut-être pas après la crise ? A notre avis, ils auraient tort. Nous estimons en effet qu'à court terme, la baisse des devises et des bourses y a fait apparaître des opportunités qu'il faudrait saisir dès la stabilisation de l'économie américaine (fin 2009 dans notre scénario : si celle-ci devait tarder, le rebond des émergents serait repoussé d'autant).

Au-delà, la crise va assainir des économies qui s'orientaient vers un modèle de croissance non soutenable, et redonner de la compétitivité à beaucoup d'autres. Dans le premier cas, on trouve principalement les pays d'Europe centrale et orientale. La crise est l'occasion d'un retour à une gestion plus pragmatique des finances publiques dans quelques pays, à un rééquilibrage des balances des paiements dans quelques autres, et à une plus grande prudence dans le secteur bancaire dans presque tous. Bien sûr, cette sagesse retrouvée se paiera au prix d'une croissance un peu ralentie, après une récession dans plusieurs pays. Mais il n'y a aucune raison d'imaginer une rupture du processus de rattrapage de l'Europe de l'Ouest, dans des économies aux fondamentaux (notamment humains) si proches.

D'autres pays (Corée, Brésil, Turquie, mais aussi des économies moyennes comme la Pologne, l'Indonésie, ou la Colombie) qui n'avaient pas ce besoin de stabilisation (souvent parce qu'ils l'avaient entrepris plus tôt) trouveront dans les évolutions des changes provoquées par la crise un regain de compétitivité, parfois très érodée par une appréciation trop rapide de leur monnaie. Dans beaucoup de cas, les devises émergentes retrouveront cependant, une fois la crise passée, leur *trend* haussier.

D'autre part et surtout, le potentiel de croissance reste nettement plus élevé dans les pays émergents que dans les pays développés. Bien au-delà des "BRICs"¹ et des quatre "Dragons"², tout milite pour une croissance structurellement plus forte dans les pays émergents (pour autant que certaines conditions soient réunies³) : une population plus jeune et dont le niveau moyen

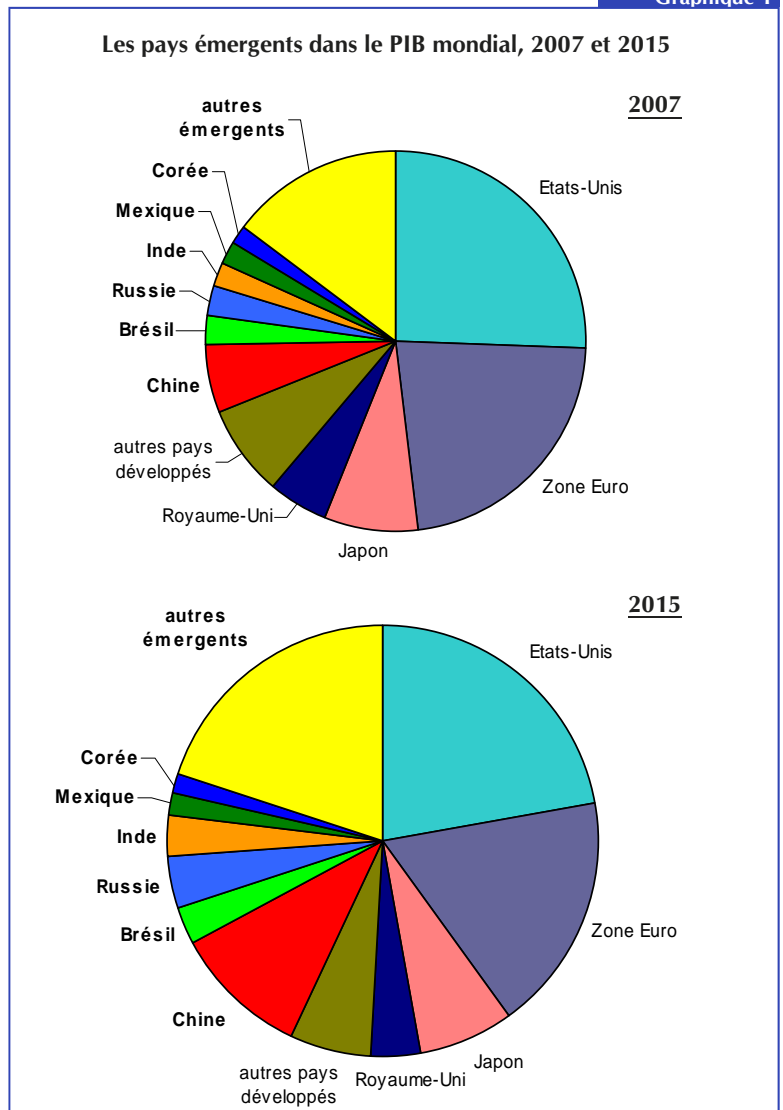
de formation progresse, des taux d'épargne presque partout plus élevés et d'importants besoins en investissement, une gouvernance qui s'améliore globalement, des ressources abondantes en matières premières dont les prix, au-delà des fluctuations de court terme, seront en moyenne meilleurs que par le passé (notamment en raison de la plus forte demande du monde émergent lui-même)... **La part des émergents dans l'économie mondiale va donc continuer à progresser.** Sous des hypothèses raisonnables de croissance⁴, d'inflation et d'évolution des changes, elle sera de 45% en 2015, alors qu'elle n'était que de 25% en 2001. Ceux qui resteront sous-pondérés dans les émergents seront à l'écart de la croissance, et de plus en plus à l'écart du marché. Bien sûr, comme dans la crise, tous ne seront pas égaux dans la croissance : certains disposent de plus d'atouts que d'autres (cf. graphique 1).

2. Corée, Taiwan, Hong Kong, Singapour, et dans leur sillage Malaisie, Thaïlande, puis Vietnam, pour lesquels on a cru à une "exception" asiatique ; on y avait même trouvé des explications philosophico-religieuses.

3. Voir par exemple "Le temps des prochains 13", Eclairages n°120, mars 2008.

4. Les hypothèses de croissance sont celles du "Consensus Forecast".

Graphique 1



Face à ce potentiel, les risques semblent modérés. Bien sûr, beaucoup de pays émergents resteront porteurs de certains risques économiques et/ou politiques que l'on ne craint plus dans les économies développées : dépressions (on parle ici de -8% et non de -1,8%), dévaluations brutales, nationalisations...

Mais, sauf exceptions, ces risques vont diminuant : ainsi l'ajustement en cours en Europe centrale et orientale ne peut qu'améliorer les perspectives de quelques pays de rejoindre la zone euro, en contraignant par exemple la Hongrie à des efforts qui n'auraient sinon été entrepris que beaucoup plus tard. De même, la dépréciation du *real* peut certes affecter les investisseurs engagés au Brésil, mais moins qu'une rupture de *peg*

comme en Thaïlande en 1997. Ou encore : la crise bancaire turque de 2001 a conduit à une très nette amélioration de la supervision du secteur par la Banque centrale. Nous estimons même que la crise financière actuelle démontre que les pays émergents ne sont pas plus risqués (à quelques exceptions près, mais qui étaient identifiables) que beaucoup de produits (financiers, immobiliers...) proposés sur les pays développés. ■

Isabelle JOB

isabelle.job@uk.calyon.com

Jean-Louis MARTIN

jean-louis.martin@credit-agricole-sa.fr

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze
Rédaction en chef : Jean-Paul Betbèze — Isabelle Job
Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champion-Faure

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques
75710 PARIS cedex 15 — Fax : +33 1 43 23 24 68
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 - 2188
Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques
Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.