

# **Petit manuel de stratégie de sortie de crise : comment rebondir pour éviter l'enlissement ?**

*Christophe Blot, Jérôme Creel, Christine Riffart et Danielle Schweisguth*

*OFCE*

*Version très provisoire*

Les caractéristiques de la crise que connaît l'économie mondiale depuis 2007 ont été largement commentées et explicitées. Intensification de la concurrence bancaire, relâchement des standards de crédit sur le marché immobilier – hausse de la valeur de l'emprunt par rapport à la valeur du bien immobilier acheté, octroi de crédits sans vérification des revenus, etc. -, intensification de la titrisation, avec dilution des risques entre un nombre toujours plus important d'intermédiaires, taux d'intérêt bas, réglementation et normes comptables à caractère pro-cyclique, anticipations déraisonnables de hausse sans fin des prix immobiliers ayant abouti à la création d'une bulle immobilière, puis boursière, déséquilibres persistants entre des zones géographiques en excédent structurel d'épargne et d'autres en excédent structurel d'investissement, sont les causes généralement avancées pour décrire les enchaînements ayant conduit à la crise actuelle<sup>1</sup>.

Une littérature abondante a été largement consacrée aux crises du passé et aux liens qu'on peut établir avec la crise actuelle : les travaux ainsi réalisés peuvent éclairer un type de crise en particulier (*e.g.* Hoggarth, Reidhill et Sinclair, 2004, sur les crises bancaires), un élément particulier d'une crise (*e.g.* Wheelock, 2008, sur les initiatives fédérales pour réduire la crise hypothécaire aux Etats-Unis pendant la Dépression), ou les déterminants des crises survenues dans le monde depuis le 14<sup>ème</sup> siècle (*e.g.* Reinhart et Rogoff, 2008b).

---

<sup>1</sup> Afin d'avoir toutes ces causes rassemblées dans un nombre restreint de contributions, on pourra se tourner vers Gorton (2008) et Reinhart et Rogoff (2008). Le premier est plus centré sur les déterminants financiers de la crise, le second sur ses déterminants macroéconomiques. Une présentation formalisée de la crise est proposée par Caballero, Fahri et Gourinchas (2008).

Il se trouve que la crise actuelle a été abondamment rapprochée de deux crises historiques particulières : la Grande Dépression des années 1930, particulièrement évoquée dans les media<sup>2</sup>, et la crise japonaise des années 1990 (*e.g.* Hoshi et Kashyap, 2008). La référence à la première témoigne de la crainte de voir les économies des pays industrialisés s'enfoncer dans une récession longue et profonde accompagnée d'une déflation. Le risque de déflation est aussi l'élément qui rapproche la crise actuelle de la crise japonaise, celle-ci n'ayant pas mené à une profonde récession mais à une période tout aussi dramatique de plus de dix années de ralentissement économique. L'intérêt spécifique de la crise japonaise réside fondamentalement dans la nature de la crise : crise boursière, immobilière et bancaire, mal gérée par les autorités publiques, elle a fini par produire une crise réelle. Avec ce type de crise, se sont aussi posées des questions cruciales sur la valeur de marché des créances douteuses, sur la nécessité de mettre en place des structures de défaisance des actifs toxiques des banques et sur la nécessité du recours à la nationalisation de certains acteurs bancaires.

Outre ces deux crises majeures, nous évoquerons aussi la crise, longtemps latente, des caisses d'épargne américaines et les crises des pays scandinaves. L'évocation de ce dernier type de crise nous permettra de mieux appréhender la dimension extérieure des déterminants de la crise actuelle dans certains petits pays de l'Union européenne notamment.

Dans cette contribution, nous envisageons ainsi d'établir des parallèles entre la crise actuelle et ces différentes crises, en suivant la trame suivante basée sur les mécanismes communs ayant mené à la crise : déterminations du contexte, des déséquilibres, et des éléments déclencheurs de la crise. Ainsi, nous pourrions caractériser le type de chaque crise et comparer celle que nous connaissons depuis 2007 à cette typologie. Nous en tirerons alors des enseignements en termes de solutions possibles à la crise, en tentant d'évaluer les réussites et les échecs des politiques mises en œuvre lors des crises passées. Un certain nombre de recommandations en découlera. Nous concluons en évoquant les risques associés aux solutions mises en œuvre, en distinguant différents horizons temporels.

## **1. La crise actuelle au regard de quelques crises passées**

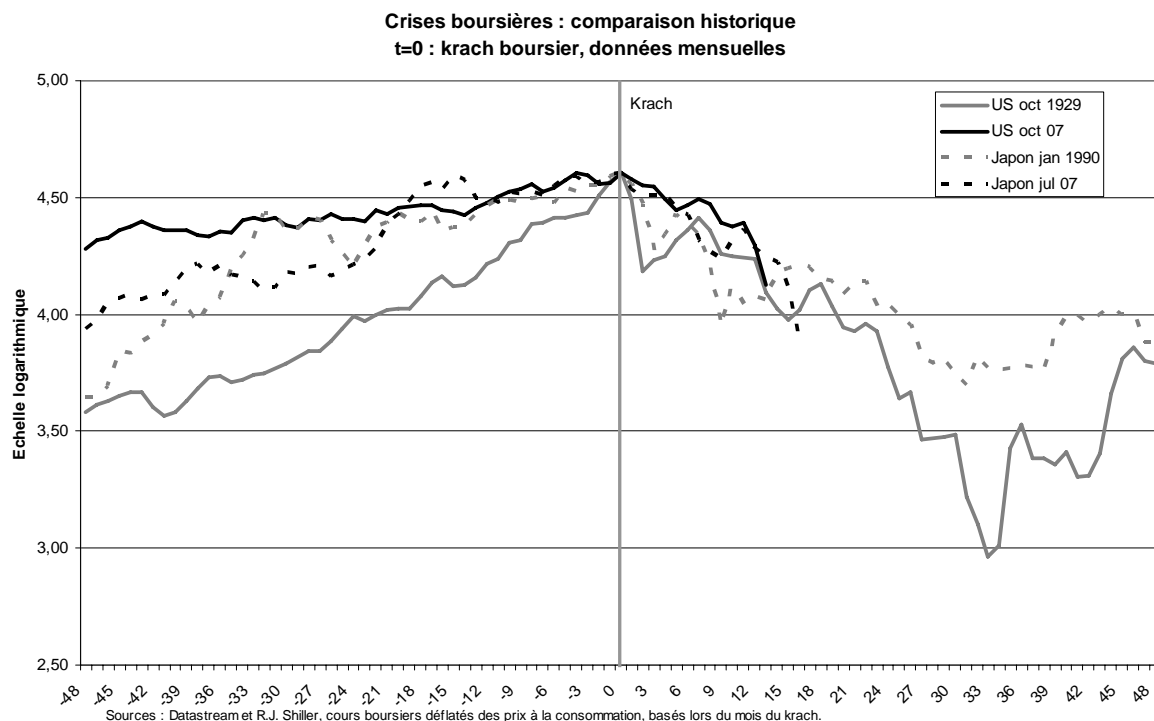
---

<sup>2</sup> A l'aide du logiciel Factiva, nous avons comparé les occurrences des termes « great depression » et « crise de 1929 » dans les différentes sources de presse mondiale référencées entre janvier 2007 et 2008, puis entre janvier 2008 et 2009 : ces deux termes ont vu leurs citations dans la presse augmenter respectivement de plus de 300% et 400% entre les deux périodes. Entre janvier 2008 et 2009, « great depression » a été cité plus de 42 000 fois, « crise de 1929 » 1 131 fois.

Les crises passées peuvent servir de point de comparaison pour évaluer la profondeur de la crise que l'économie mondiale traverse depuis 2007, et pour discuter de la pertinence des politiques publiques mises en œuvre.

En tout état de cause, ainsi qu'on va le rappeler, les crises du passé n'ont pas toutes eu les mêmes ressorts dramatiques que la crise présente ; plus particulièrement, les crises – bancaire, boursière, immobilière, ou réelle – n'ont pas suivi la même séquence temporelle ; il en va de même des réponses qui leur ont été apportées. Il va apparaître, au décours de ces crises passées, que le « *timing* » est central dans la résolution d'une crise.

Pour commencer, il n'est sans doute pas inutile de rappeler la profondeur des crises boursières de 1929 aux Etats-Unis et de 1990 au Japon, puis de mettre chacune en regard de la crise actuelle. Le graphique 1 représente les cours boursiers mensuels exprimés en termes réels, avant, pendant (instant  $t = 0$ ) et après la crise. Les cas américain des années 1930 et japonais des années 1990 sont comparables en ce qui concerne la durée de la crise : il faut attendre respectivement 33 et 31 mois après le krach pour que le plancher des cours réels soit atteint, puis dépassé. Si cette durée devait se reproduire dans la crise actuelle, le rebond boursier interviendrait respectivement aux Etats-Unis et au Japon en juillet 2010 et février 2010.



On ajoutera que le Japon ne s'est jamais remis de la crise subie en 1990 : les cours boursiers n'ont jamais retrouvé les niveaux qui étaient les leurs au tout début des années 1990.

Enfin, il apparaît que les cours boursiers américains ont perdu près de 40% (-38,3%) de leur valeur réelle en 13 mois, depuis octobre 2007. C'est peu ou prou équivalent aux chutes enregistrées aux Etats-Unis 13 mois après le krach d'octobre 1929 (-40,0%) ou au Japon 13 mois après le krach de janvier 1990 (-41,8%). Il reste à rappeler que les cours boursiers américains ont perdu jusqu'à 80% de leur valeur réelle après 1929, et jusqu'à 60% au Japon. Si la comparaison avec ces deux crises du passé était validée, nous pourrions en conclure que la crise actuelle est loin de toucher à son terme.

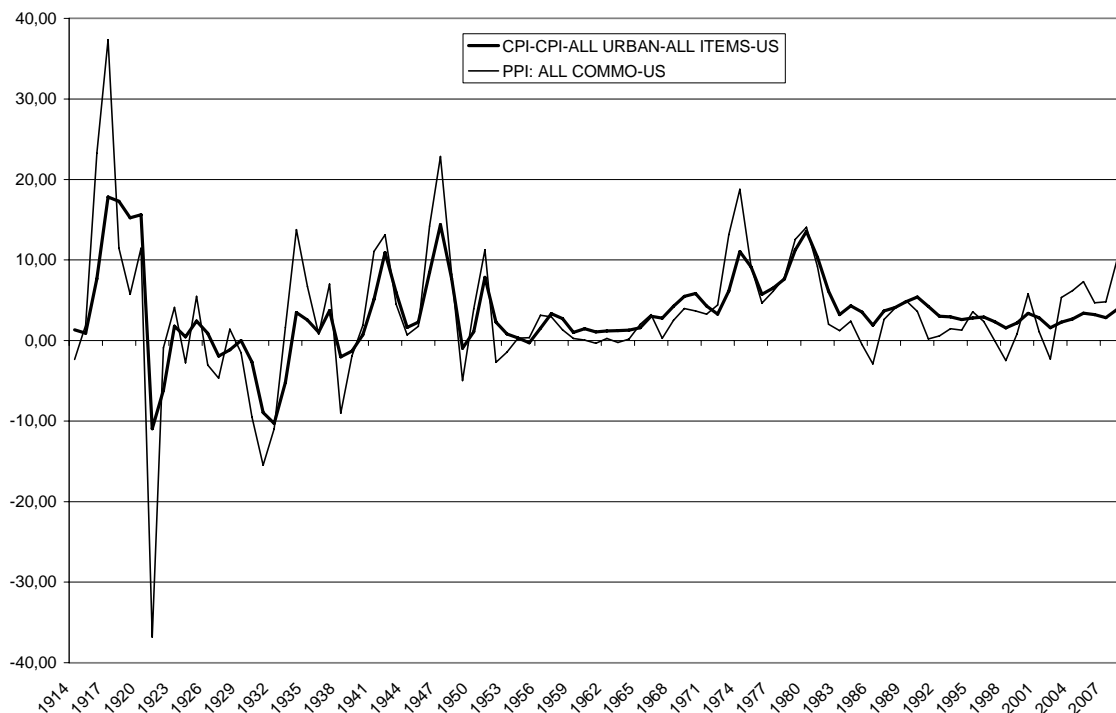
Telle ne peut cependant être notre conclusion à ce stade. Il nous faut d'abord caractériser ces crises du passé, même succinctement, pour apporter un jugement nuancé sur la pertinence de ces comparaisons.

### ***1.1. La crise de 1929***

Cette célèbre crise intervient tout d'abord aux Etats-Unis après une phase importante de prospérité, au cours des années 1920, qui s'appuie sur l'essor de la productivité dans l'industrie, en ligne avec l'expansion du taylorisme. Entre 1921 et 1930, la production américaine augmente de 7% par an en moyenne, sous l'impulsion notamment de la production d'automobiles, qui croît 33% par an entre 1923 et 1929. Sont également concernés le secteur du bâtiment et celui de l'électricité, dont les productions respectives doublent entre 1923 et 1929. Par effet d'entraînement, la croissance touche alors la production d'acier, de caoutchouc, de pétrole, et la construction de routes. Dans le même temps, le secteur agricole est en crise de surproduction, qui vaudra aux Etats-Unis leur premier épisode de déflation en 1923, soit 7 ans avant la crise, et le chômage s'intensifie, reflétant les difficultés de reconversion des industries sénescents, comme le textile, vers les nouveaux secteurs productifs.

Ce faisant, la politique monétaire est plutôt laxiste : le coût du capital relativement bas, associé à de nouvelles techniques financières, favorise l'endettement et la spéculation. L'endettement touche alors aussi bien les ménages, *via* le crédit à la consommation, que les entreprises. Le recours à des contrats de dettes exprimés en termes nominaux fait peser un risque de défaut d'autant plus important pour leurs détenteurs que les prix des biens ont tendance à baisser : la déflation fait monter l'endettement réel. La baisse des prix des produits

agricoles va ainsi doublement peser sur les profits des agriculteurs américains au cours des années 1920 : baisse du chiffre d'affaires et montée de l'endettement vont ainsi aller de pair. L'élément moteur de la crise de la fin des années 1920, comparativement à celle du début de ces mêmes années, sera l'augmentation fort importante et la généralisation de l'endettement entre ces deux phases : la crise d'endettement ira au-delà du secteur agricole pour toucher alors le secteur immobilier.



Le système bancaire, pour sa part, rentre dans une phase de concurrence accrue, au niveau régional : les banques de taille moyenne se développent au plan régional depuis le début du XX<sup>ème</sup> siècle. Par ailleurs, la naissance de la Réserve fédérale, en 1913, a modifié le comportement des banques à l'endroit des déposants : les banques n'imposent plus désormais l'inconvertibilité des dépôts en monnaie et laissent implicitement la responsabilité de la santé financière à la banque centrale (cf. Bernanke, 1983, d'après les analyses de M. Friedman et A. Schwartz). Les germes d'une défaillance bancaire ont donc été semés : le passif des banques étant exclusivement constitué de dépôts, une perte de confiance dans le système bancaire, qui s'illustrerait par des retraits des déposants, obligerait les banques à vendre leurs actifs, générant ainsi leur faillite.

Du point de vue financier, on assiste à un emballement des cours boursiers, fruit de la montée fulgurante de la spéculation. La Bourse de Wall Street ne cesse de grimper dans les années 1920, et attire toutes les catégories sociales. Entre 1922 et 1929, l'indice boursier augmente de 20% par an en moyenne, mais de 30% par an entre 1927 et 1929. Le cours des titres augmentant plus vite que les profits des entreprises, qui eux-mêmes augmentaient plus vite que la production et le rendement, beaucoup d'entreprises trouvaient les marchés financiers plus profitables que la production, et préféraient donc financer la spéculation.

L'économie américaine est donc entrée dans une spirale spéculative entretenue par le système d'achat à la marge auprès des agents de change fonctionnant par effet de levier. Les spéculateurs pouvaient acquérir des titres avec 10% seulement de couverture en liquide et au comptant, tandis que le reste, le nantissement, était constitué par d'autres titres. L'agent de change avançait alors la différence grâce à des prêts bancaires, prêts qui sont passés de 2,2 milliards de \$ en 1924 à 8,5 milliards de \$ en 1929. Ainsi, on constate que l'essor de la spéculation est renforcé par la hausse fulgurante des prêts, ce qui parallèlement renforce encore plus la hausse de la demande.

Deux éléments doivent être ajoutés à ce tableau contextuel de l'avant-crise de 1929 : d'une part, l'énorme concentration de capital consécutive à la constitution de grands groupes industriels monopolistes (*e.g.* ATT, NBC) ; d'autre part, le retour à l'étalon-or et au niveau élevé de la parité d'avant guerre, soit 1£ = 4,86 \$. Selon Eichengreen, il s'agit là d'une des raisons majeures de cette crise.

Les déséquilibres induits par ce contexte sont multiples : distorsion de la répartition de la valeur ajoutée en faveur du capital, endettement important des ménages, surproduction conduisant à une baisse des taux de profit – il en résulte une contradiction entre la stabilité, ou la baisse, des profits et l'augmentation des cours boursiers, situation caractéristique d'une bulle boursière -, et des prix des biens.

Les éléments déclencheurs de la crise de 1929 sont alors les suivants :

- Jeudi 29 octobre 1929 : krach boursier à Wall Street ; 13 millions d'actions ont été offertes à la vente dans la journée, contre 4 millions habituellement, sans trouver d'acquéreurs ; il en résulte un effondrement des prix et des cours de la Bourse ; le point bas du S&P est atteint en septembre 1932 : perte de 80 % du Dow Jones entre 1929 et 1932 ; les spéculateurs ruinés retirent leurs dépôts des banques.

- La perte de confiance de la part des épargnants envers les banques transforme la crise boursière en crise bancaire. De nombreux établissements font faillite suite à des retraits massifs des dépôts bancaires par les épargnants.
- Restriction des activités de crédits bancaires qui entraîne une chute de la consommation, de l'investissement et de la production. Nombre d'entreprises qui vivaient à crédit doivent fermer, elles sont de plus en plus touchées par la faillite des banques et par le fait que les consommateurs réduisent leurs achats. De ce fait, de nombreuses entreprises doivent encore baisser leurs prix. On estime que 85 000 entreprises américaines ont fait faillite durant ces années.
- Parallèlement, le krach entraîne également l'effondrement des prix agricoles (chute de 55% entre 1929 et 1933). Les entreprises agricoles et les fermiers ne peuvent pas rembourser leurs emprunts. Les banques sont touchées de plein fouet.
- Selon M. Friedman, A. Schwartz et B. Bernanke, la grande dépression, outre les phénomènes de surendettement et de déflation, a été amplifiée par la contraction monétaire, l'absence de régulation du système bancaire et l'absence de plans de sauvetage des banques : M2 a baissé d'un tiers 1929 et 1933, et la *NY Bank of the US* a fait faillite pendant la phase de panique bancaire.

La séquence des différentes crises survenues aux Etats-Unis à cette période est donc la suivante : crise de surproduction, conduisant à une crise boursière, puis à une crise bancaire et financière, puis crise du régime de change – le maintien de la parité fixe était source de déflation ; il y sera mis fin en 1933.

### ***1.2. La crise japonaise des années 1990***

La crise japonaise, plus récente que la précédente crise évoquée, est aussi plus proche de la crise actuelle dans la séquence des crises qui ont secouées ce pays pendant une dizaine d'années. Crise boursière, devenue immobilière, bancaire, puis réelle, la crise japonaise semble en effet mieux correspondre à l'enchaînement que l'économie mondiale a connu depuis 2007.

La crise japonaise a eu lieu dans un contexte de croissance économique soutenue et de libéralisation financière qui a remis en cause les règles du jeu du système bancaire et financier. Le rebond économique date de 1984 mais la croissance s'accélère à la fin de la

décennie 1980, avec des taux de croissance du PIB de respectivement 6,8%, 5,3% et 5,2% en 1988, 1989 et 1990. La politique monétaire est tiraillée entre l'objectif de change (lors des accords du Plaza en 1985, le Japon a dû consentir une appréciation du yen de 260 à 150 pour un dollar) et contrer la surchauffe. Les taux d'intérêt restent bas (inférieurs à 5%) entre mai 1986 et mai 1989 pour endiguer la hausse du yen. Par ailleurs le krach boursier d'octobre 1987 met un frein aux vellétés restrictives de la banque centrale du Japon.

La libéralisation financière est en œuvre au cours des années 1980. Elle se caractérise par:

- L'ouverture internationale (suppression du contrôle des changes, autorisation pour les banques de prêter et d'emprunter en devises, expansion des banques japonaises à l'étranger)
- Le développement des marchés de capitaux domestiques (marchés monétaire, obligataire, boursier)
- L'accroissement de la concurrence entre institutions financières (décloisonnement des activités financière, libéralisation des taux d'intérêt).

La libéralisation financière engendre la déstabilisation du système de la banque principale<sup>3</sup>. L'avantage informationnel diminue (perte du monopole dans la gestion des moyens de paiements des clients traditionnels, perte de la rente d'intermédiation) et, en même temps, les banques sont incitées à prendre des risques dans un contexte de concurrence accrue entre institutions financières. Enfin, la gestion de la prévention des risques n'a pas évolué : le gouvernement a mis la priorité sur la sécurité des systèmes de paiements mais délaissé le contrôle prudentiel.

On assiste alors à une course effrénée au crédit : l'encours de crédit total progresse de 8 à 9% par an au cours de la deuxième moitié des années 1980, soit un point de plus que l'activité. Pour compenser les pertes de parts de marchés sur les crédits aux grandes entreprises, les banques se tournent vers les ménages et les PME : les encours de prêts aux ménages et PME passent de 53% à 70% de l'encours total des *citybanks* entre 1985 et 1989. Le contrôle prudentiel est souvent omis et l'on se contente d'une garantie sur le collatéral pour accorder les crédits. L'intermédiation financière a fortement augmenté durant la décennie 1980 : le ratio de crédit bancaire au PIB est passé de 70 % à la fin des années 70 à 108% en 1990.

---

<sup>3</sup> Rappelons que dans le système de banque principale, celle-ci assure le contrôle prudentiel des entreprises du *keiretsu*, en échange du monopole sur ses moyens de paiements, qui lui procure à la fois une rente et une mine d'informations sur la santé financière de l'entreprise.



Dans ce contexte, une bulle se forme à la fin des années 90 sur les marchés immobiliers et boursiers : les prix immobiliers augmentent de 60% en 5 ans et de 90% en 10 ans (le pic est atteint à la mi-1991) ; les cours boursiers sont multipliés par 3 en 5 ans, soit une hausse moyenne de 25% par an et par 6 en 10 ans (le pic est atteint en janvier 1990). On assiste à une fragilisation des bilans des prêteurs et des emprunteurs, qui reposent sur des valorisations déconnectées de la réalité économique.

Il suffit d'un catalyseur pour faire éclater la bulle : ce fut la hausse des taux d'intérêt. L'accélération de l'inflation a incité la Banque du Japon à devenir plus restrictive : le taux d'escompte passe de 2.5% en avril 1989 à 6% en août 1990, puis 8% fin 1990. La volonté affichée du gouvernement de mettre fin à la bulle s'accompagne de restrictions quantitatives au crédit.

Le resserrement monétaire a précipité l'effondrement de la bulle, révélant une situation de surendettement des agents privés. Les années de forte croissance de l'investissement se sont soldées par des surcapacités industrielles. La baisse du prix des terrains, souvent utilisés comme collatéraux aux prêts consentis par les banques, a largement entamé la capacité d'emprunt des agents privés. Le ralentissement de l'activité a entraîné un nombre plus important de faillites, qui se sont traduites par une augmentation du taux de prêts non performants au bilan des banques. Les banques sont alors confrontées à un quadruple choc défavorable : sur leur marge d'intermédiation, sur la valeur de leurs actifs patrimoniaux, sur leurs capitaux propres et sur la qualité de leur encours de crédit. On assiste à une contraction à la fois de l'offre et de la demande de crédit, les créances douteuses se multiplient. Face à la chute de la valeur faciale de leurs collatéraux, nombre de banques se sont trouvées en situation d'insolvabilité, mais le cadre prudentiel opaque a favorisé l'illusion de solvabilité bancaire et le système a continué à fonctionner jusqu'en 1997 sans être réformé en profondeur. Les banques insolubles continuaient à accorder des prêts à des entreprises en difficulté avec lesquelles elles avaient établi des relations de long terme.

En 1997, deux éléments ont contribué à l'approfondissement de la crise : le déclenchement de la crise asiatique et une hausse de la TVA de 2 points dans le but de redresser les finances publiques. Trois établissements bancaires (Sanyo Securities, Yamaichi Securities et la Hokkaido Takushoku Bank) font faillite en 1997 et le véritable rationnement du crédit ou « *credit crunch* » intervient en 1998. L'économie se contracte de 2% en 1998 puis de 0,1% en 1999. Le pays s'enlise alors dans la déflation : le déflateur du PIB affiche -1,3% en 1999 puis -1,7% en 2000.

En période de déflation, l'économie ne répond plus aux signaux monétaires et le système économique entre dans une spirale de faillite : une baisse de taux nominaux ne fait pas repartir l'investissement tant que les prêteurs rationnent le crédit et tant que les emprunteurs sont surendettés. Le comportement des prêteurs précipite l'insolvabilité des emprunteurs - ils les obligent à des ventes en détresse en ne renouvelant pas leurs crédits et accroissent les montants de créances douteuses. La faillite des débiteurs qui en découle se retourne contre les banques qui voient leurs actifs se déprécier.

La crise japonaise est donc initialement une crise boursière, en janvier 1990 : les cours sont alors divisés par 2 en moins d'un an, le point bas atteint en avril 2003. S'ensuit une crise immobilière qui voit les prix diminuer en continu jusqu'en 2006 (-56% par rapport au pic de la mi-1991). Les prix immobiliers restent aujourd'hui encore inférieurs à leur niveau de 1980. Au niveau bancaire, on assiste à une accumulation de créances douteuses, à des ruées bancaires à partir de 1995, à la fermeture d'établissements insolubles, à la baisse continue du crédit, et au transfert de l'épargne vers l'épargne postale. Déflation à partir de 1995 (selon le déflateur du PIB), croissance faible, hausse du chômage et dualité du marché du travail (avec la précarisation de l'emploi) caractérisent pour leur part la situation macroéconomique. Depuis 1991, la croissance moyenne du PIB s'est établie entre 1 et 1,5% par an, contre 4 à 5% entre 1970 et 1990. Comme nous le verrons dans la section 3.1, le manque d'intervention des autorités au cours des premières années de la crise a contribué à la dégradation continue de la santé du système bancaire, étouffant toute perspective de reprise durable.

### ***1.3. La crise des caisses d'épargne***

Les *Saving & Loans Associations* (S&Ls) sont l'une des trois catégories de caisses d'épargne chargées d'encourager l'épargne populaire. Les S&Ls sont spécialisées dans le crédit hypothécaire, les autres institutions distribuant des crédits à la consommation. Jusqu'en 1989, les caisses d'épargne sont régulées par le FHLBB (*Federal Home Loans Bank Board*) et les dépôts, garantis par le FSLIC (*Federal Saving and Loan Insurance Corporation*). En 1980, on comptait 3 993 S&Ls assurés par le FSLIC.

Au cours des années 1970, la faiblesse des taux d'intérêt réels produit une politique de crédits faciles, qui alimente un boom de l'immobilier pendant la deuxième moitié de la décennie. Dans un contexte peu transparent, où les normes de comptabilité qui s'appliquent aux S&Ls

leur sont spécifiques et sont relâchées, les S&Ls sont dans une situation d'insolvabilité *de facto* ; pour autant, leur solvabilité reste assurée *de jure*.

Outre cette adaptabilité de la réglementation, qui nuit à sa solvabilité, le système des S&Ls souffre d'un risque de disparité entre les taux et la maturité des différentes parties de leur bilan. Les S&Ls financent des prêts au taux du marché sur un horizon long – jusqu'à 30 ans – alors que leurs ressources sont constituées de dépôts rémunérés à des taux administrés. La montée des taux d'intérêt à des niveaux historiquement élevés à la fin des années 1970 et leur forte volatilité jusqu'au début des années 1980 exposent de plein fouet les caisses d'épargne à ce problème de disparité de bilan. La hausse du coût de financement à court terme fait que celui-ci devient supérieur aux rendements des prêts hypothécaires, ce qui rend les caisses financièrement très vulnérables. Elles le sont d'autant plus qu'elles sont faiblement capitalisées, conséquence du relâchement des dispositifs réglementaires. Elles doivent aussi faire face au risque de transformation, i.e. en cas de retrait de l'épargne vers des placements de marché mieux rémunérés, les caisses d'épargne doivent subir une hausse de leur coût de refinancement.

Une fois de plus, dans ces contextes de crise, son élément déclencheur est étroitement lié à la hausse des taux d'intérêt. Entre 1982 et 1986 cependant, avec leur baisse, les caisses d'épargne évitent la crise structurelle, mais les nouvelles hausses des années 1988 et 1989 vont leur être fatales. Mais, outre ces hausses, le système de S&Ls américain va être ébranlé par la faillite du FSLIC, le 31 décembre 1986, qui couvrait jusque-là les pertes des établissements en difficulté. La crise des S&Ls démarre donc officiellement à cette date.

La crise est donc avant tout une crise financière, avec restriction du crédit, qui se transforme en crise immobilière, puis en crise économique. Pour autant, la situation financière des ménages et des entreprises non financières reste solide, le recours aux S&Ls ayant été confiné aux activités immobilières. Le système financier américain n'est pas alors caractérisé par la mauvaise qualité des actifs des banques.

L'intérêt de cette crise, largement circonscrite à un pays et un secteur de financement particulier, réside dans la lenteur des mesures mises en œuvre, du point de vue réglementaire notamment, pour y remédier. Comme la crise japonaise, cette crise a longtemps été latente ; elle a donc été plutôt mal gérée par les autorités de tutelle.

#### ***1.4. Les crises bancaires dans les pays scandinaves au tournant des années 1990***

Les crises bancaires ont éclaté à partir de 1988 en Norvège, et en 1991 en Suède et en Finlande. Les crises sont systémiques et ont entraîné de larges interventions publiques. Les récessions qui ont suivi ont duré 3 ans, de 1991 à 1993, en Suède et en Finlande, tandis que la Norvège ne subit qu'une année de baisse du PIB en 1988.

Les crises surviennent dans un contexte qui s'écarte des cas japonais et des S&Ls en ce qu'il touche au régime de change. La crise sera aussi une crise de change. Les économies scandinaves sont alors en régimes de change fixes et abandonnent progressivement les contrôles des changes. La libéralisation des échanges est complétée par un mouvement de déréglementation entrepris dans les trois pays au cours des années 1980 (déréglementation des opérations internationales, abandon des systèmes d'encadrement du crédit, libre fixation des taux d'intérêt débiteur et créditeur) et par un régime fiscal favorable (au moins en Suède et en Finlande) sur la déductibilité des intérêts sur les emprunts.

Les déséquilibres induits sont nombreux, témoignant de la fragilité des agents financiers et non financiers et de la surchauffe de l'économie :

- augmentation rapide des crédits alloués par le système bancaire. En Norvège le ratio des crédits bancaires sur le PIB passe de 40 à 65 % entre 1984 et 1988. En Finlande, ce même ratio s'élevait à 98 % en 1990 contre 55 % en 1984. Enfin, sur la même période, l'augmentation était de 17 points en Suède partant d'un ratio à 41 % du PIB en 1984.
- L'endettement des agents non financiers s'accroît. Ainsi, l'endettement des ménages finlandais est passé de 45 % du revenu disponible brut en 1980 à 90 % en 1990. En Norvège, ce taux a atteint 175 % en 1989 contre 90 % en 1980.
- Les prix d'actifs, boursiers et immobiliers, augmentent fortement (environ 400 % pour les prix immobiliers en Norvège entre 1980 et 1987, 900 % en Suède de 1980 à 1989, et 400 % en Finlande entre 1980 et 1989)<sup>4</sup>.
- La croissance des crédits ne s'accompagne pas d'une évolution concomitante des dépôts, obligeant les banques à faire appel au marché monétaire et aux fonds étrangers (l'endettement en monnaie étrangère s'accroît substantiellement), augmentant de fait le coût du financement, ce qui a à la fois augmenté la vulnérabilité du système bancaire aux pertes sur les crédits et aux augmentations du coût de la ressource. On

---

<sup>4</sup> Les augmentations sont exprimées en termes nominaux.

retrouve ici une des faiblesses rencontrées par les S&Ls américains sur une période peu ou prou comparable.

- Après un mouvement de désinflation au début des années 1980, l'inflation accélère à nouveau : Norvège (de +6 % en 86Q2 à +10 % en 87Q1, y compris l'effet de dépréciation de la monnaie), Suède (de +3,4 % en 87Q2 à +6,5% en 89Q4, avant la dépréciation de la couronne suédoise), Finlande (de +2,5% en 86Q2 à +6 % en 89Q1).
- Dégradation de la compétitivité liée à l'accélération de l'inflation, le solde des transactions courantes se dégrade également. La Norvège passe d'un excédent de 4,8 % du PIB en 1985 à un déficit de -5,9 % en 1986. En Finlande, le déficit ne cesse d'augmenter à partir de 1986. Partant de -0,9 %, il passe ensuite à -2,5 % en 1988 puis atteint un creux à -5,3 % en 1991. La situation est équivalente en Suède qui enregistrait un excédent en 1987 (0,3 point de PIB). Le déficit apparaît en 1988 et atteint un plancher en 1992 (-2,8 % du PIB).

Le durcissement de la politique monétaire, pour lutter contre l'inflation et soutenir le taux de change après la réunification allemande, et des réformes fiscales vont engendrer les crises. Les taux d'intérêt nominaux augmentent sensiblement : en Norvège, de 12,5 % en 85Q4 à 15,6 % en 86Q4), en Suède, de 9,2% en 87Q4 à 14,1% en 90Q1) et en Finlande, de 9,3% en 88Q2 à 15,8% en 90Q1. Cette politique est suivie d'une légère appréciation de la couronne suédoise à la fin des années 1980 (+4,6 % entre 87Q4 et 91Q2) et un peu plus importante pour la Finlande (+14,4 % entre 86Q3 et 90Q3). L'appréciation des monnaies est surtout réelle. Quant aux réformes fiscales, elles visent principalement à réduire les possibilités de déductibilité des intérêts d'emprunt. Après que ces deux types de politique ont été mises en œuvre, on assiste à une baisse des prix immobiliers à partir de 1988 en Norvège et de 1990 en Finlande et en Suède.

La crise des pays scandinaves est donc avant tout une crise réelle : la Norvège est le premier pays à entrer en récession en raison du contre-choc pétrolier. La récession est cependant courte et de faible ampleur, le taux de croissance annuel étant négatif (-0,2 %) uniquement en 1988. Les performances économiques se dégradent au début de l'année 1990 en Finlande et en Suède. Les taux de croissance annuels restent négatifs pendant 3 années consécutives. La récession est beaucoup plus profonde en Finlande car l'économie est également directement affectée par l'effondrement de l'Union soviétique. Au 1<sup>er</sup> trimestre 1993, le PIB en volume représente 87 % du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre 1990. En Suède, le PIB baisse de 5,6 points sur la même période. En Norvège, 2 ans ½ après le début de la récession, le PIB est revenu à son

niveau initial. L'appréciation réelle des taux de change provoque une crise de change, *i.e.* des dévaluations : en 1986 pour la couronne norvégienne (-10,6 %), de 1990 à 1993 pour la markka finlandaise (-26,2 %), qui flotte librement à partir de septembre 1992, et de 1992 à 1993 pour la couronne suédoise (-22,5 %) qui flotte officiellement à partir de novembre 1992.

Après ou en parallèle à la crise de change, se produit une crise bancaire dans les trois pays : les créances douteuses augmentent et l'endettement exprimé en monnaie étrangère s'accroît. En Norvège, la crise bancaire éclate en 1988 et les pertes sur les crédits atteindront au maximum 6 % du PIB en 1991 ; en Finlande, les premières difficultés du système bancaire sont observées en 1991 et 1992, et les pertes sur les crédits s'élèvent à 9,3% en 1992 ; en Suède, enfin, les problèmes de solvabilité apparaissent à l'automne 1991 pour 2 des 6 principales banques du pays. Au total, les pertes sur les crédits seront estimées à 12 % du PIB en 1993. La Suède est touchée par une crise immobilière qui voit les prix baisser de 25% en termes réels entre 1990 et 1995. De ces crises bancaires naîtront, notamment dans le cas suédois, le concept, revenu récemment sur le devant de la scène, de « *bad banks* », structure de défaisance des actifs toxiques gérés, ou bien par l'Etat (afin d'effacer les pertes sur ces actifs), ou bien par les banques privées qui les détenaient initialement (afin de différer et, dans le meilleur des cas, effacer ces pertes ; à court terme, les banques privées n'ont plus à enregistrer de dépréciation sur ces actifs).

## **2. De quelques solutions possibles**

Les politiques pouvant être mises en œuvre pour sortir de la crise doivent nécessairement porter sur les deux foyers de développement de cette crise (Spilimbergo et *al.*, 2008). Il s'agit d'une part de faire face à la crise bancaire et financière, c'est-à-dire de trouver les solutions permettant de contenir les difficultés enregistrées par les banques et de retrouver un fonctionnement « normal » du système financier. D'autre part, il s'agit de proposer un ensemble de mesures de régulation macroéconomique permettant de faire face aux effets réels de la crise financière.

### ***2.1. De la liquidation aux nationalisations bancaires : une analyse des plans de sauvetage pour sortir de la crise***

Différentes approches peuvent être envisagées afin de résoudre les crises financières. Elles se différencient principalement par l'importance des fonds publics potentiellement engagés ainsi

que par les éventuelles modifications des statuts de l'entreprise qui peuvent résulter d'un plan de sauvetage<sup>5</sup>. Honohan et Laeven (2005) distinguent la phase d'endigement, dont l'objectif principal est de mettre un terme à la crise de liquidité et d'éviter les paniques bancaires, de la phase de résolution où il s'agit plutôt de prendre en charge les problèmes de solvabilité et d'assainir le système financier. Mais en pratique, il semble illusoire de vouloir opposer crise de liquidité et de solvabilité. Elles sont imbriquées et c'est donc une approche globale de résolution de la crise qui doit être envisagée.

Sans dresser une liste exhaustive et détaillée<sup>6</sup> de l'ensemble des mesures pouvant être prises, les développements qui suivent précisent les options les plus importantes pouvant être retenues, et le plus souvent envisagées pour résoudre la crise actuelle. Nous nous intéressons aux plans de sauvetage et écartons les procédures de mise en faillite des établissements en difficultés. Si cette solution peut être envisagée pour une crise isolée ou pour certains acteurs non soumis à la doctrine du « *too big to fail* » dans une crise systémique, elle ne convient évidemment pas en tant que solution globale à la crise. Nous distinguons **cinq** réponses possibles pouvant être mises en œuvre. Elles se différencient notamment par le degré d'intervention publique associé et donc par la prise en charge du coût de la crise par les autorités budgétaires. Nous supposons par ailleurs que les opérations de liquidité sont prises en charge par la banque centrale qui assume une fonction de prêteur en dernier ressort.

1. Si la réponse à la crise reste du ressort de la sphère privée, elle prend la forme d'une augmentation de capital souscrite soit par les actionnaires soit par de nouveaux acteurs privés domestiques ou étrangers. Les établissements en difficulté peuvent également être rachetés dans le cadre d'une opération de fusion. Bien que le coût financier soit entièrement pris en charge par des acteurs privés, on peut cependant imaginer que ce type d'opération est initié par le gouvernement. Cette approche permet donc d'apporter des fonds propres nécessaires lors des crises financières (Honohan, 2005), mais cela suppose néanmoins que des acteurs privés acceptent de supporter les pertes.
2. Une autre approche ne nécessitant pas de levée de fonds publics consiste à permettre aux établissements bancaires de se soustraire à certaines obligations comptables ou prudentielles. Deux exemples : comptabilisation des actifs à la valeur historique au lieu de la valeur de marché ; assouplissement des normes en matière de fonds propres des banques. L'objectif est alors de masquer les pertes ou de retarder le moment où

---

<sup>5</sup> Voir Hoggarth et al. (2004).

<sup>6</sup> Calomiris et al. (2004) détaillent les différents types de mesure pouvant être adoptées qui s'appuient sur des exemples précis mis en œuvre dans les crises financières récentes.

elles seront publiquement annoncées dans l'espoir qu'elles seront atténuées une fois que les tensions sont apaisées. Il est délicat de juger de la pertinence de ce type de mesure. Elles permettent certes de s'affranchir de règles contraignantes qui amplifient la crise mais en même temps elles minent la confiance des intervenants de marché qui ne sont plus en mesure de fonder leurs décisions sur la base d'une information transparente. Généralement, ces mesures sont adoptées dans l'espoir que la crise est passagère et que les problèmes de solvabilité sont limités. Ainsi, les banques peuvent laisser passer l'orage et espérer retrouver une situation saine (ou moins dégradée) ultérieurement. Mais cette approche risque de prolonger la crise de confiance, qui ne peut revenir que lorsque les difficultés sont clairement identifiées et que les décisions adéquates sont prises pour liquider les actifs non performants. De plus, elles peuvent inciter les établissements les plus touchés à prendre de nouveaux risques espérant profiter du délai accordé pour améliorer leur position. Au final, les pertes subies par le système financier peuvent s'avérer plus importantes qu'initialement.

3. Comme la résolution de la crise passe en grande partie par la divulgation des pertes et l'identification des acteurs qui les assumeront, il peut être nécessaire d'instaurer des incitations fiscales amenant les banques à révéler leurs pertes. Dans ce cas, les pertes sont partagées entre acteurs privés et public. Des baisses d'impôts peuvent ainsi accordées en fonction des actifs non performants liquidés par la banque. Il est également possible d'assortir l'aide fiscale de conditions sur l'activité des établissements assistés. Les mesures doivent donc être contraignantes afin que l'incitation à résoudre la crise soit forte et afin d'éviter que les établissements tirent profit des baisses d'impôts en maintenant sciemment l'établissement en difficulté.
4. Le gouvernement peut également engager des moyens financiers pour aider les établissements en rachetant les actifs non performants afin de les placer dans une structure de défaisance. Le principe de ces programmes est le suivant : le gouvernement crée une entité publique spécialisée qui rachète tout ou partie des créances douteuses des établissements en difficulté. Ce fonds s'assure ensuite du recouvrement des créances. En échange, l'établissement aidé reçoit des titres de qualité (titres publics) pour un montant équivalent aux actifs transférés. La prise en charge du coût du sauvetage revient donc au contribuable. Ce coût ne peut être évalué qu'*ex-post* puisqu'il dépend à la fois du prix de rachat des créances douteuses mais également du prix de cession de ces mêmes créances. Plus le prix de rachat est faible (élevé), moins (plus) le coût fiscal sera élevé mais moins (plus) il permettra à



l'établissement de sortir rapidement de la tourmente. Une autre limite de l'approche est qu'elle génère de l'aléa moral s'il n'y a aucune contrepartie demandée aux actionnaires et aux dirigeants. En effet, ils peuvent ne supporter aucune conséquence de leurs erreurs passées et se trouver de fait renfloués par l'injection d'actifs de bonne qualité. C'est pourquoi les plans de défaisance assistés sont généralement assortis de mesures visant à émettre de nouvelles actions au profit du gouvernement.

5. Enfin, le sauvetage peut passer par des mesures de recapitalisation, où le gouvernement injecte des fonds propres, soit par le biais d'achats de titres de dette subordonnée, soit par l'achat d'actions. Dans les deux cas, le gouvernement garantit la solvabilité de l'établissement. Les différences portent donc sur l'éventuelle prise de contrôle de l'entreprise. Dans le cas d'achats de titres subordonnés, les actionnaires conservent toute latitude dans la gestion de l'entreprise alors que le gouvernement ou l'institution publique créée à cet effet prend une part active à la gestion du groupe s'il en devient actionnaire. Il y a alors dilution du pouvoir des actionnaires en place. L'autorité publique peut alors organiser la restructuration de l'établissement et notamment changer l'équipe dirigeante. Ce type de mesure peut accompagner la mise en place d'un fonds de défaisance. L'établissement est alors scindé en deux entités, chacune soumise à la tutelle publique. Les actifs non performants sont isolés dans la structure de défaisance et les activités rentables sont reprises en main par l'Etat. Au stade ultime l'établissement peut être nationalisé, le plus souvent temporairement. Comme pour l'étape précédente, la charge du sauvetage incombe aux contribuables. Les actionnaires en place sont néanmoins pénalisés lorsqu'il y a prise de contrôle de l'entreprise ; de même que l'équipe dirigeante peut être remplacée. Quant au coût de l'opération, il ne peut être évalué ex-ante car il dépend du prix de revente des actions acquises ou de la durée pendant laquelle l'Etat détient des titres de dette subordonnée mais qui sont rémunérés.

## ***2.2. Stabiliser à l'aide de politiques macroéconomiques adaptées***

Outre les plans de sauvetage déployés pour enrayer la crise financière, les politiques de stabilisation macroéconomique apparaissent nécessaires pour contrer les effets récessifs de la crise et neutraliser les effets de retour de la récession sur les marchés financiers. Dans la mesure où la crise financière donne lieu à une récession profonde dans l'économie réelle, comme cela a été observé lors des précédentes crises financières, il convient de soutenir

l'économie pour l'empêcher de sombrer dans une spirale récessive, voire dépressive, qui serait traumatisante pour la population et qui retarderait la résolution de la crise financière. La baisse de la valeur des actifs réels et financiers détenus par les agents financiers et non financiers se poursuivrait au-delà du nécessaire si l'économie restait en crise du fait de la détérioration continue des conditions de remboursement des agents privés. La situation des établissements financiers se dégraderait davantage encore, et relativiserait l'intérêt des mesures prises par les banques centrales pour épargner le système.

Dès lors, à défaut d'être suffisantes en cas de crise financière, les politiques de stabilisation macroéconomique peuvent être envisagées comme des politiques contra-cycliques d'accompagnement nécessaires à amortir la violence de la crise sur l'économie réelle et également à en contenir les effets de retour sur la sphère financière.

Ces politiques s'appuient sur deux grands volets : la politique monétaire puisqu'il peut être dans les prérogatives des Banques centrales de poursuivre un objectif de croissance dans une perspective non inflationniste, et la politique budgétaire qui vient soutenir les effets de la première, sachant que les délais de transmission sur les comportements des agents privés sont plus courts que ceux de la politique monétaire.

### 2.2.1. La politique monétaire *via* la baisse des taux d'intérêt de la Banque centrale

Les variations de taux directeurs sont le principal instrument dont une banque centrale dispose pour intervenir dans l'économie. En période de baisse de la demande effective et d'absence de risque inflationniste, la baisse des taux directeurs se transmet à l'ensemble des établissements financiers *via* le marché monétaire primaire auquel un certain nombre d'établissements privilégiés ont accès. Cette détente a pour but d'alléger les conditions de crédits des agents non financiers afin de les inciter à consommer ou investir. Dans une économie où la dette est indexée sur les taux courts, la baisse des taux permet également de réduire les charges financières de la dette.

En situation de crise financière, cette stratégie trouve pourtant assez rapidement ses limites :

- Si les marges de manœuvre à la hausse restent illimitées, elles sont par contre contraintes à la baisse dès lors que les taux d'intérêt nominaux s'approchent de 0. C'est aujourd'hui le cas aux Etats-Unis. C'était hier le cas au Japon pendant la déflation.

- En période de crise financière, les canaux de transmission de la politique monétaire sont brouillés. Les conditions de financement des banques sur les marchés interbancaires restent extrêmement tendues du fait de la mauvaise santé (en termes de bilan) des banques. Le maintien de primes de risque à des niveaux élevés efface l'avantage de la détente des taux sur le marché primaire. Dès lors, en plus d'un durcissement des conditions d'attribution des crédits, les taux offerts restent très élevés.

Certains vont même jusqu'à souligner que la politique monétaire menée par la Réserve Fédérale pour assurer la stabilité macroéconomique après le déclenchement de la crise financière à l'été 2007 a été la moins performante de celles menées par les Banques centrales des régions les plus touchées par la crise (Fed, Bank of England, BCE). Le lien institutionnel qui lie la Fed à l'Etat américain la conduirait à surréagir à des signes de faiblesse d'ordre macroéconomique et financier. De même, en plus d'avoir sous-estimé les facteurs de déséquilibres durant la période précédant la crise, il lui est reproché d'utiliser les instruments de stabilisation macroéconomique dans le but de réguler la liquidité et d'assurer la stabilité financière (Buiter, 2008).

### 2.2.2. De la nécessité de recourir à la politique budgétaire.

Si le relâchement de la politique monétaire reste nécessaire pour desserrer l'étau financier qui pèse sur les agents économiques, le soutien de la demande reste une prérogative essentielle de la politique budgétaire en période de creux conjoncturel. L'impact est plus rapide que celui d'une baisse des taux ; voire, il est immédiat (*cf.* tableau ci-dessous). Toutefois, la politique budgétaire reste encore parfois décriée dans la mesure où elle est considérée comme inefficace, voire nocive car elle introduirait des distorsions dans l'économie qui freinerait l'ajustement par les marchés. Néanmoins, elle apparaît adaptée en période de très fortes fluctuations conjoncturelles car elle permettrait, par son rôle contracyclique, d'atténuer ces mouvements.

L'utilisation de la politique budgétaire est néanmoins contrainte par l'état des finances publiques et de la crédibilité des gouvernements. Ainsi, les marges de manœuvre sont-elles généralement considérées comme plus étroites dans les pays émergents que dans les pays développés.

Schématiquement, la politique budgétaire agit à travers deux instruments. Les stabilisateurs automatiques permettent d'intervenir au moment du ralentissement. Ils réduisent spontanément le risque de récession quand l'économie ralentit, la croissance plus lente des revenus et de la production pèse sur les recettes de l'Etat tandis que les dépenses liées aux allocations chômage et autres transferts sociaux augmentent. Ces stabilisateurs permettent de soutenir marginalement la demande effective en compensant la faiblesse de l'économie. Aux Etats-Unis, les stabilisateurs automatiques auraient ainsi creusé le déficit de 1 à 2,5 % de PIB depuis 1968, pendant les phases de récession (CBO, 2008). Leurs avantages résident dans le fait qu'il n'y a ni décalage dans la décision, puisque les mesures sont déjà prises, ni délais d'application. Leurs propriétés contra cycliques varient cependant selon la taille des transferts (étendue et niveau des allocations chômage, ..), de la progressivité des impôts et des effets des impôts et transferts sur la participation des agents au marché du travail.

Pour autant, dans des économies développées qui ont progressivement réformé leurs économies dans une veine libérale, le poids des stabilisateurs automatiques a eu tendance à décroître (*cf.* Creel et Saraceno, 2009). L'inefficacité relative des stabilisateurs automatiques qui en découle pour relancer fortement l'économie requiert que l'Etat accompagne ces mesures de plans de relance, *i.e.* de politiques discrétionnaires.

Le FMI insiste cependant sur les délais longs des prises de décision des politiques discrétionnaires, soit en moyenne deux trimestres après le retournement, et trois trimestres si des dépenses en investissement ont été mises en œuvre. En outre, nombre de mesures discrétionnaires ne correspondent pas à une politique contra-cyclique. Tel peut être le cas des baisses d'impôts, intervenues trop tardivement ou pérennisées au-delà de la période adéquate<sup>7</sup>. Ainsi, pour être efficace, un plan de relance spécifique doit-il s'appuyer sur des mesures prises à temps, temporaires, et ciblés (*timely, temporary, targeted, 3T*).

- *Timing* : Cette condition suppose d'anticiper l'ampleur du ralentissement à venir, de neutraliser le délai de reconnaissance du ralentissement et de réduire les délais de mise en œuvre des mesures. Ainsi, la plupart des études soulignent-elles le retard des politiques budgétaires discrétionnaires mises en œuvre dans les années 1960 et 1970, du fait notamment des hauts niveaux d'inflation, et leur rôle plutôt déstabilisant sur l'économie. Une des propositions formulées par le CBO serait d'inclure dans la

---

<sup>7</sup> Selon Gravelle et al. (2009), la plupart des mesures budgétaires et fiscales introduites pour contrer une récession ont été votés après la fin des dites récessions. On objectera que certaines mesures budgétaires peuvent être appliquées immédiatement, par décret et sans vote par le Parlement. La modification des allocations familiales en France rentrerait dans cette catégorie.

législation des indicateurs de crise qui déclenchaient *automatiquement* un nouveau programme de soutien budgétaire et fiscal.

- **Relance temporaire** : les mesures doivent rester temporaires pour inciter les bénéficiaires à agir pendant la période d'application. Elles soutiennent la demande, soit en raison des dépenses financées par le surcroît de revenus qu'elles produisent (hausse des transferts,...) ou soit en raison des effets d'aubaine pour les ménages et les entreprises (baisse de la TVA pendant une certaine période,...). Dans ce dernier cas, les dépenses, qui étaient déjà prévues, sont avancées. Par ailleurs, dans l'hypothèse où les mesures venaient à être maintenues, l'objectif contracyclique de la relance serait détournée au profit d'une logique procyclique puisque le soutien à la demande perdurerait pendant la phase de croissance. De plus, les effets à long terme des plans de relance sur les finances publiques pourraient conduire à leur insoutenabilité, au cas où les nouvelles dépenses ou nouvelles baisses d'impôts seraient transformées en mesures permanentes. La réussite des plans de relance, en termes de soutenabilité à terme des finances publiques, dépend des caractéristiques du pays : degré d'ouverture, régime de change, mobilité des capitaux, etc. L'intérêt d'une relance provisoire réside aussi dans l'effet d'aubaine lui aussi provisoire qu'elle peut produire : une baisse temporaire de la TVA doit avoir pour effet de relancer au plus vite la consommation, à condition bien sûr que la baisse du taux ait été répercutée dans les prix.
- **Relance ciblée** : la plupart des études sur les baisses d'impôts forfaitaires une fois pour toutes concluent à leur impact modéré sur la consommation des ménages. Les ménages non contraints par la liquidité épargnent généralement ces baisses d'impôts. Il est donc crucial de cibler les populations qui bénéficient des modifications fiscales et de transferts. Enfin, les aides ciblées à des industries (*e.g.* secteur automobile) peuvent entraîner des mesures protectionnistes de rétorsion de la part des autres pays.

Le tableau qui suit synthétise l'annexe 1 de Spilimbergo et al. (2009) et récapitule les avantages et les inconvénients des différentes mesures de relance possibles en distinguant, autant que possible, leurs différentes propriétés d'efficacité selon les 3T.

**Tableau** : Mesures de relance, le pour et le contre

Mesures	Avantages	Inconvénients
Dépenses d'investissement	Effets positifs à court terme sur la demande et à long	Généralement longues à mettre en œuvre

	terme sur l'offre	
<p>Versements de transferts ciblés (hausse/extension de la durée des alloc.-chômage, hausse du nombre d'ayant droits) ; hausse des aides en nature ou monétaires vers les ménages à bas revenus (baisse du seuil de soutien ou hausse des aides)</p>	<p>Rapidement mis en œuvre car réseaux de sécurité sociale déjà existants ;</p> <p>Destinés aux plus nécessiteux, qui ont une propension marginale à consommer élevée.</p>	<p>Effets potentiellement indésirables sur le marché du travail (baisse de l'incitation au travail).</p> <p>Peuvent être perçus comme des mesures durables, donc difficilement réversibles.</p> <p>Peuvent dépendre de caractéristiques institutionnelles (aux Etats-Unis, les Etats décident des critères d'accessibilité aux programmes sociaux).</p>

Mesures	Avantages	Inconvénients
Baisse temporaire des taxes à la consommation (TVA, etc.)	<p>Hausse du pouvoir d'achat du revenu des ménages.</p> <p>Encourage la consommation courante par rapport à la consommation future.</p>	<p>Moins bien ciblée que d'autres mesures (transferts).</p> <p>Incertitude à propos de la transmission dans les prix à la consommation (effet de marge).</p> <p>En situation de perte de confiance, peut être insuffisante pour stimuler la consommation</p>
Baisses d'impôts ciblées et forfaitaires et hausse temporaire des crédits d'impôts sur le revenu (EITC, prime pour l'emploi)	<p>Bien ciblées sur les ménages à faibles revenus et ceux contraints financièrement.</p> <p>Mise en œuvre rapide.</p> <p>Temporaire.</p>	<p>Inefficace si préférence à l'épargne (épargne de précaution ou contrainte de désendettement)</p>
Baisses temporaires des cotisations à l'assurance chômage, ou des cotisations retraites	<p>Hausse de la demande de travail</p> <p>Rapide à mettre en œuvre</p> <p>Temporaire</p>	<p>Inefficace si autres considérations (mauvaises perspectives économiques, lourdeurs des prises de décisions, etc.)</p> <p>Risque qu'elles soient comprises comme non temporaires, d'où mise en péril de l'assurance sociale</p>
Relâchement des règles sur l'acquisition des pertes d'impôt de banques et d'entreprises en difficulté	<p>Incitations à ce que les entreprises en mauvaises santé fusionnent avec celles en bonne santé.</p> <p>Traitement asymétrique entre pertes et profits.</p> <p>Ciblé pour restaurer la confiance.</p> <p>Aide à assurer meilleure gestion des entreprises non rentables.</p>	<p>L'entreprise en difficulté peut être liquidée juste après la fusion</p> <p>Distorsion</p>

Mesures	Avantages	Inconvénients
Exemptions/amnistie pour les entreprises en difficulté	Soutien indirect à l'emploi	Distorsion. Injuste au plan international (risque de représailles).
Extension des reports en arrière des bénéfices	Amélioration de trésorerie.	Inefficace sur la demande agrégée. Hausse des distorsions
Modification fiscale (hausse des tarifs douaniers, etc.)	Soutien indirect à l'emploi. Hausse de recettes fiscales.	Hausse des distorsions Inefficace (moindre commerce international en cas de crise mondiale ; risque de représailles).

Source : FMI

Néanmoins, le multiplicateur budgétaire ou fiscal, associé à chacune des mesures prises, reste difficile à mesurer. Ainsi, concernant les mesures de redistribution au bénéfice des ménages et des entreprises, l'impact dépend de la part du revenu supplémentaire directement destiné à être consommé ou investi. En période de forte incertitude, le plan de relance peut avoir des effets mitigés puisque les agents hésitent à dépenser (les multiplicateurs peuvent être inférieurs à 1). De même, l'impact d'une politique de relance budgétaire dépendra de la part des biens produits localement dans l'accroissement de la demande. Dans une économie ouverte, l'impact du plan de relance pourra être ainsi bénéfique aux partenaires commerciaux. Pour autant, par effet de retour et si ces pays sont aussi importateurs, un cercle vertueux peut s'enclencher, renforçant alors le multiplicateur budgétaire dynamique.

Afin d'avoir un ordre d'idée de l'impact des mesures à 1 an sur le PIB américain, on peut se reporter aux résultats de Zanki (Moody's, janvier 2008, tableau ci-dessous). Le tableau suivant présente une comparaison internationale des valeurs des multiplicateurs synthétiques, de dépenses, de solde primaire ou d'investissement public, que l'on trouve dans les travaux empiriques à base de SVAR. Hormis Perotti (2004), tous ces travaux concluent à des multiplicateurs budgétaires conformes aux prédictions keynésiennes. Ils témoignent de l'efficacité, à court, voire à long terme, des politiques de relance. Blanchard et Perotti (2002) ont procédé à des calculs de multiplicateurs budgétaires lors d'épisodes temporaires de



relance aux Etats-Unis (la baisse d'impôts intervenue en 1975, par exemple) et ont conclu à au maintien d'un multiplicateur fiscal proche de l'unité.

**Tableau :** Multiplicateurs de finances publiques aux Etats-Unis

Crédits d'impôts	
Rabais fiscal forfaitaire	1.02
Baisses d'impôts temporaires	
Exonération des cotisations sociales	1.29
Baisses d'impôts uniforme	1.03
Dépréciation accélérée	0.27
Baisses d'impôts permanentes	
Baisse du taux sur les sociétés	0.3
Hausses des dépenses	
Extension des allocations chômage	1.64
Hausse temporaire des bons alimentaires	1.73
Soutien aux Etats	1.36
Hausse des dépenses d'infrastructure	1.59

Source: Zanki (2008).

**Tableau.** De quelques multiplicateurs budgétaires dans la littérature VAR récente

	Pays	Multiplicateur de...	
Blanchard & Perotti (2002)	USA	dépenses	= [0.9; 1.3] (court terme)
Perotti (2004)	USA	dépenses	= [0.1;0.7] (court terme) = [-1.3;1.0] (long terme)
	All.	dépenses	= [0.8;1.3] (court terme) = [-0.7;1.1] (long terme)
	R-U	dépenses	= [-0.2;0.5] (court terme) = [-1.1;0.8] (long terme)
	Canada	dépenses	= [0.1;0.6] (court terme) = [-2.2;0.9] (long terme)
	Australie	dépenses	= [0.0;0.6] (court terme) = [0.2;0.6] (long terme)
Biau & Girard (2005)	France	dépenses	= 1.4 (court terme) = 1.8 (long terme)
Giordano et al. (2006)	Italie	dépenses	= 1.7 (court terme)
Creel et al. (2007a)	France	solde primaire	= 0.8 (court terme) = 2.0 (long terme)
Creel et al. (2007b)	R-U	inv. public	= 3.1 (long terme)

### 3. De quelques recommandations possibles

#### *3.1. Retour sur quelques crises : les tops et les flops des stratégies de sortie*

La recrudescence des crises financières depuis l'effondrement du système de Bretton-Woods (Bordo et *al.*, 2001) a forcément donné lieu à la mise en œuvre de multiples stratégies permettant d'en sortir. Malgré ces multiples expériences, il est difficile de proposer une feuille de route simple, claire et indiscutable sur la voie à emprunter. De fait, il n'existe pas de stratégie optimale. D'une part, la solution procède nécessairement d'un arbitrage complexe entre les risques d'effondrement du système financier et les coûts en termes fiscal ou d'aléa moral, qui sont eux-mêmes liés précisément aux modalités retenues. D'autre part, l'histoire des crises financières montre effectivement que non seulement le contexte et le déroulement de la crise ont des incidences sur les stratégies à suivre mais également que les pays ont bien souvent eu recours à un panier de mesures plutôt qu'à une stratégie unique et clairement identifiée. Partant des cinq crises étudiées précédemment, nous développons une réflexion sur les stratégies suivies soulignant les échecs et les exemples qui ont semblé plus efficaces.

La crise de 1929 a surtout marqué les esprits par l'effondrement de son système financier et les nombreuses faillites bancaires, résultant à la fois d'effets de contagion entre banques et des nombreuses ruées sur les dépôts. Pour autant, il ne faut pas conclure que rien n'a été entrepris. La Grande dépression a permis à quelques agences, destinées principalement à intervenir sur les marchés immobilier et hypothécaire, de voir le jour<sup>8</sup>. Outre l'introduction d'un mécanisme de garantie des dépôts (porté à un plafond de 5000 dollars) organisé par le FSLIC, il faut noter la création du Home Owners' Loan Corporation destinée à racheter les prêts immobiliers en situation de défaut. Il reste que globalement il y a peu d'enseignements à tirer de cet épisode en matière de sortie de crise, si ce n'est celui de l'absolue nécessité d'agir afin d'éviter l'effondrement du système bancaire et du crédit.

Pour le Japon, s'il n'est pas vraiment question d'immobilisme, force est de constater que la crise se caractérise par une détérioration lente et progressive de la santé du système financier dont les autorités ont tardé à prendre la mesure. Il est vrai cependant que de 1991 à 1995, le Japon n'a pas connu de faillite bancaire majeure limitant de fait le risque systémique. L'éclatement des bulles immobilière et boursière a certes fragilisé les bilans bancaires, mais les normes comptables en vigueur à l'époque (valorisation des actifs au prix d'acquisition) ne laissaient pas apparaître de situation d'insolvabilité au sein des établissements financiers. Par

---

<sup>8</sup> Voir Wheelock (2008).

ailleurs, une grande opacité sur les encours de prêts douteux dans les différentes institutions financières a longtemps facilité l'attentisme des autorités et des banques. Ainsi, le manque de transparence sur la fragilité des institutions financières leur a permis de différer l'assainissement de leurs comptes sans subir de sanction du marché ou des déposants. Elles ont fait le pari que la reprise économique inverserait le cours des marchés boursier et immobilier, permettant un apurement indolore des bilans, sans effort de restructuration ou d'amélioration intrinsèque de leur rentabilité. Les banques ont de fait continué à accumuler des prêts non performants à leur actif. En effet, elles ont profité de la création d'une structure de cantonnement privée en 1992 – la CCPC (*Cooperative Credit Purchasing Company*) – pour externaliser des créances douteuses en contrepartie d'une déduction fiscale. Si l'incitation fiscale a bien marché, elle n'a pas permis de réduire significativement le stock de créances douteuses car les banques ont utilisé les liquidités dégagée par la revente pour accorder de nouveaux prêts à des entreprises « amies » en difficulté. Cette première approche totalement décentralisée n'a pas résolu le problème crucial du manque de fonds propres des établissements (Calomiris, Klingebiel et Laeven, 2004).

Dans ces conditions, la santé du système financier s'est logiquement dégradée entre 1994 et 1998. Les premières faillites interviennent fin 1994. Progressivement, les déposants prennent conscience de l'état déplorable de leurs établissements de crédits, causant les premières paniques bancaires. La crise asiatique, qui éclate en 1997, vient porter le coup de grâce à un système financier exsangue. Quatre établissements majeurs sont mis en faillite et le marché interbancaire est complètement paralysé. Les solutions trop progressivement mises en œuvre se révèlent toujours insuffisantes. L'intervention publique reste timide, malgré la création de la *Housing Loan and Administration Corporation* (HLAC) en 1996, financée à parts égales entre les secteurs public et privé. Cette structure de défaillance était destinée à faire face aux problèmes des *jusen*, établissements de crédit non bancaire spécialisés dans l'immobilier. De fait, malgré un engagement financier de 680 milliards de yens (6,8 milliards de dollars), couvrant 10% des pertes des *jusen*, le gouvernement tarde toujours à prendre l'entière mesure des problèmes, qui dépassent le secteur immobilier et touchent l'ensemble de l'actif du système bancaire.

Finalement, il faut attendre 1998 pour que le gouvernement engage des actions massives en faveur du système bancaire. Cette nouvelle phase est marquée par la création d'une nouvelle instance chargée de la supervision bancaire (la *Financial Supervisory Authority* – FSA) qui limite le pouvoir du ministère des Finances en ce domaine. Les premières nationalisations

interviennent en octobre (*Long Term Credit Bank, LTCB*) et en décembre (*Nippon Credit Bank*). Les établissements sont restructurés, les dirigeants de la LTCB sont mis à pied et ses actionnaires sont sommés de couvrir les pertes. Les créances douteuses sont transférées vers une nouvelle structure de cantonnement créée par la loi d'octobre 1998 : la *Resolution and Collection Corporation (RCC)*, née de la fusion de la RCB<sup>9</sup> et de la HLAC. A la différence des précédentes, la RCC a la possibilité de racheter des créances douteuses à des institutions « saines » en plus de gérer les créances des institutions défailtantes. Malgré ces efforts, l'amélioration des ratios de capital des banques n'a été que passagère (Calomiris et alii, 2004), faute d'incitations pour les banques à adopter un comportement plus prudent. Ce plan n'a pas permis non d'inverser la contraction du crédit : le ratio crédit privé sur PIB s'est détérioré de 203 % en 1996 à 176 % en 2002. L'opération d'assainissement se termine entre 2003 et 2007 avec la création d'une ultime structure de cantonnement, la *Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRJC)*. Cette fois l'engagement de l'Etat est réel : la IRJC est entièrement financée par des fonds publics et ses dettes sont garanties par l'Etat. En outre, le nouveau premier ministre Junichiro Koizumi donne l'impulsion pour que la FSA force les grandes banques à résorber leurs créances douteuses et à couper leurs liens avec les entreprises « amies » incapables de payer leurs dettes. Les résultats sont spectaculaires : de 9% fin 2001, les prêts non performants des grandes banques tombent à 1.8% du total des crédits bancaires en mars 2006. En 2006, le risque systémique a disparu mais la rentabilité d'exploitation des banques reste en dessous des attentes.

De par la multiplicité des stratégies suivies, la crise japonaise est riche d'enseignements. Elle montre à nouveau qu'il est illusoire d'espérer que les problèmes pourront se résoudre spontanément. Elle illustre les limites des solutions privées ; les acteurs privés se montrant peu disposés à absorber de lourdes pertes dès lors que la crise est systémique. Le corolaire est que les engagements publics doivent être à la hauteur du problème. De fait, les structures initialement mises en place n'ont pas été dotées des ressources suffisantes pour prendre en charge un stock de créances douteuses estimées ex post à 19 % du PIB. Enfin, elles n'ont longtemps servi que « d'entrepôts » à créances douteuses, la restructuration des prêts n'ayant véritablement commencé qu'en 2001-2002. Le rachat des créances douteuses s'est fait à un prix très déprécié, ce qui n'a pas permis aux banques de rétablir leur ratio de capital. Même si le transfert des prêts non performants permettait un apurement au moins temporaire de leur bilan, les banques sont restées largement sous-capitalisées (Hoshi et Kashyap, 2008). Il a fallu

---

<sup>9</sup> *Resolution and Collection Bank* qui avait repris les activités de la *Tokyo Kyodo Bank*, qui elle-même gérait les activités de l'activité d'établissement précédemment mis en faillite.

attendre un changement profond dans le comportement des banques pour que le problème des prêts non performants soit résolu : ce n'est que lorsque celles-ci ont accepté de couper les liens avec leurs débiteurs insolvable que leurs bilans se sont durablement améliorés.

Initialement, la résolution de la crise des Caisses d'Épargne américaines est également laissée au marché. Comme au Japon, les banques espéraient que l'amélioration de la situation économique et financière aboutirait à un assainissement spontané de la situation. Surtout que dans le même temps, l'assouplissement de la réglementation en matière de fonds propres permettait de masquer les problèmes de capitalisation des établissements et retardait les restructurations. De fait, les problèmes s'aggravent car les caisses d'épargne investissent dans des projets de plus en plus risqués ce qui accélère les faillites. Ce n'est qu'à partir de 1989, soit 10 ans après le début de la crise, qu'un plan global destiné à restaurer la stabilité du système financier est lancé. Le plan de sauvetage annoncé en février prévoit en particulier l'abolition du FSLIC, la création de deux autorités de régulation des banques fédérales spécialisées dans le crédit hypothécaire (FHFB- *Federal Housing Finance Board*) et des caisses d'épargne (*Office of Thrifts Supervision*, OTS) et surtout la création de la *Resolution Trust Corporation* (RTC), structure de cantonnement détenue par l'Etat et destinée à restructurer les actifs des Caisses d'épargne en faillite<sup>10</sup>. Le RTC a ainsi restructuré près de 8,5 % de l'actif total du système financier. Pour près de 50 %, les créances étaient liées à l'immobilier et au marché hypothécaire. L'existence d'un cadre juridique adapté et de marchés financiers profonds a permis de liquider efficacement les actifs. Au final, la crise fût efficacement traitée mais au prix d'un coût fiscal élevé, estimé à 124 milliards de dollars (2,4 % du PIB de 1989), et qui aurait été sans aucun largement atténué si la gestion de la crise avait été plus précoce.

La rapidité de réaction est précisément le trait marquant de la résolution des crises bancaires des pays Scandinaves. Les stratégies mises en œuvre ne furent pas en tout point similaires (voir Drees et Pazarbasioglu, 1998), elles se ressemblent dans l'interventionnisme dont ont fait preuve les trois gouvernements. La Norvège a privilégié la recapitalisation ou les prêts publics par le biais de deux fonds publics spécifiquement dédiés. Les aides apportés ont été conditionnées à la mise en œuvre de plans de réductions des coûts. La Suède et la Finlande ont plutôt choisi la voie des structures de cantonnement, non sans avoir préalablement nationalisé les établissements en situation d'insolvabilité. En Suède, les premières craintes sur la solvabilité de deux établissements apparaissent à l'automne 1991. Dès le printemps 1992, le

---

<sup>10</sup> Voir notamment Klingebiel (2000) sur la question précise des structures de cantonnement.

gouvernement nationalise la banque *Nordbanken*, la *Gota Bank* le sera en décembre. Les actifs non performants de ces deux entités sont ensuite transférés vers deux fonds de défaisance, *Securum* (pour *Nordbanken*) et *Retrieva* (pour *Gota Bank*), créés respectivement en novembre et décembre 1992. Ces deux structures seront ensuite fusionnées. Les créances transférées<sup>11</sup> représentent 4,4 % et 3 % du total des actifs des deux banques et sont rapidement liquidées. L'homogénéité du portefeuille d'actifs, constitué essentiellement de créances liées au marché immobilier (80 %), l'efficacité des procédures institutionnelles de recouvrement, ont permis de nettement réduire le coût de la résolution de la crise. Avant d'être revendus au secteur privé, les deux établissements nationalisés ont été restructurés et le management remplacé. Au total, le coût des opérations de sauvetage est estimé à 4,2 % du PIB, mais la cession ultérieure des participations dans les banques et la liquidation des actifs a permis de réduire de moitié ce coût. La stratégie finlandaise est très proche de celle suivie en Suède. Le gouvernement prend le contrôle des établissements plus touchés, organise la restructuration du paysage bancaire ainsi que le transfert des actifs non performants vers un fonds de défaisance. Néanmoins, l'hétérogénéité des actifs transférés et les tergiversations politiques sur l'adoption et la mise en œuvre du plan de sauvetage<sup>12</sup> ont probablement contribué à alourdir le coût de la crise.

### ***3.2. Retour sur la crise actuelle : quelles leçons pour les plans de sauvetage mis en œuvre ?***

L'expérience de la Grande dépression a montré que les coûts sociaux de l'effondrement du système bancaire étaient trop élevés pour que la purge soit considérée comme une stratégie de sortie. La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a rappelé que le système financier pouvait difficilement absorber ce type de choc. S'il est aujourd'hui rarement question de ruées des déposants<sup>13</sup>, c'est sur le marché interbancaire que la panique a eu lieu avec une crise de liquidité qui a obligé les banques centrales à intervenir massivement jouant massivement leur rôle de prêteur en dernier ressort. Si la mise en faillite d'établissements insolubles est une option qu'il ne faut pas écarter, ses conséquences systémiques doivent de fait être préalablement prises en compte.

---

<sup>11</sup> A leur valeur comptable.

<sup>12</sup> Bäckström (1997) souligne que le consensus politique sur la stratégie mise en œuvre fût un facteur clé de la réussite suédoise.

<sup>13</sup> Encore que ce genre de situation ne peut être considéré comme un événement appartenant à l'histoire après les ruées auprès des guichets de la Northern Rock en octobre 2007.

On a vu également que les solutions privées trouvaient rapidement leurs limites lorsque la crise est systémique. Ces solutions, qu'elles soient totalement décentralisées ou assistées par le gouvernement, représentent souvent la première voie envisagée. Ainsi la banque britannique Barclays sollicitait ses actionnaires de références – China Development Bank et Temasek - dans le cadre d'une opération d'augmentation de capital en juin 2008, tandis que les activités de la banque Bradford & Bingley étaient rachetées par la banque espagnole Banco Santander. Ce type de mesure présente bien entendu l'avantage de ne pas faire porter le coût de la recapitalisation aux contribuables. Mais ces opérations se sont vite avérées insuffisantes. Dès lors que la solvabilité de nombreux établissements est menacée, la confiance s'érode et les investisseurs privés disposés à absorber des pertes incertaines se font de plus en plus rares. L'intervention publique s'avère donc indispensable. Les expériences japonaise et américaine au cours des décennies 1980 et 1990 ont montré que ces interventions devaient être rapides. Nier les problèmes dans l'espoir qu'ils se résorbent d'eux-mêmes amène plutôt à reculer pour devoir sauter une haie plus haute ensuite. A cet égard, les autorités européennes et américaines se sont montrées vigilantes en intervenant rapidement. Les banques centrales ont dès le départ assuré la liquidité du système financier agissant même dans un souci évident de concertation. Au niveau budgétaire, les premières réponses se sont organisées dans la précipitation répondant à l'urgence de la situation, comme l'ont montré les épisodes de Northern Rock et des agences américaines Fannie Mae et Freddie Mac. Il a fallu attendre le dernier trimestre 2008 pour que s'engagent des discussions avancées dans chaque pays sur des stratégies globales de résolution de la crise.

Les développements précédents sur les expériences passées en matière de résolution des crises bancaires et financières fournissent quelques leçons sur la stratégie à mettre en œuvre ainsi que sur les conditions de réussite des plans de sauvetage :

*Agir rapidement* : la passivité des autorités japonaises pendant la décennie perdue et américaines au cours de la crise des caisses d'épargne est reconnue comme un facteur aggravant de ces deux crises. De ce point de vue, les initiatives se sont multipliées en Europe comme aux Etats-Unis montrant que les autorités budgétaires n'étaient cette fois-ci pas disposées à laisser la situation se dégrader. Des opérations de garantie des dépôts ou des prêts interbancaires aux injections de fonds propres, la palette de solutions proposées est très large.

*Recapitaliser* : les échecs comme les réussites passées soulignent l'importance du besoin de fonds propres lors des crises bancaires. Dès l'instant que le problème dépasse la question de la liquidité temporaire, les établissements bancaires se trouvent dans une situation

où les fonds propres doivent être suffisants pour absorber les pertes. La dégradation des résultats des banques a été brutale et une large part des plans de sauvetage annoncés à partir d'octobre 2008 visait justement à satisfaire ce besoin de fonds propres sous différentes formes possible. En Angleterre, le gouvernement a annoncé un plan de 50 milliards de livres, qui lui permet de prendre des participations dans les groupes bancaires en difficulté. Ce faisant, deux banques ont été de fait nationalisées puisque le gouvernement détient, par le biais d'une société holding, 43 % du groupe Lloyds TSB et 70 % de Royal Bank of Scotland. Aux Etats-Unis, 125 milliards de dollars ont été alloués en faveur des neuf principales banques. L'injection de fonds propres se fait sous forme d'actions préférentielles sans droits de votes. La France est également intervenue en faveur de ses banques par le biais de la Société de Prise de Participations de l'Etat (SPPE) afin de permettre aux principaux établissements de consolider leurs fonds propres. 10.5 milliards ont déjà été versés sous la forme de titres de dette subordonnés à durée indéterminée. Ainsi, le gouvernement ne rentre pas précisément dans le capital des entreprises aidées mais leur permet d'améliorer leur ratio de solvabilité. Il faut ajouter que les situations ne peuvent encore être considérées comme stabilisées. De nouvelles tranches peuvent être émises en France et la question d'une nationalisation complète de RBS et Lloyds TSB se pose en Angleterre. Cet aspect constitue une limite potentielle de la stratégie de recapitalisation puisque le gouvernement peut être amené à intervenir de nouveau si les premières injections n'ont pas été suffisantes pour absorber l'apparition de nouvelles pertes.

*Faut-il cantonner ?* Un débat reste ouvert à propos du possible recours à des fonds de défaisance. Dans la première version du plan Paulson, il s'agissait principalement de lancer un programme de rachat des actifs toxiques en vue de les placer dans une structure de cantonnement. Toutefois, l'incapacité de fixer un prix « juste » à ces actifs a mis en avant toutes les difficultés inhérentes à la création d'une structure de cantonnement. La nature même des actifs en cause actuellement rend la tâche ardue. Il faut en effet déterminer un prix de transfert qui, s'il est trop élevé constitue une subvention au système bancaire payée par les contribuables, et s'il est trop faible ne permet pas de soulager les banques. Ensuite, le fonds est chargé de liquider les actifs au meilleur prix. Néanmoins, la crise actuelle porte sur des actifs bien plus complexes que ceux traités dans des expériences précédentes (voir Klingebiel, 2000). Dans le cas suédois, souvent cité en exemple, les actifs transférés étaient en majorité liés au marché immobilier. Les actifs ont été rachetés à leur valeur comptable et le fonds de défaisance a ensuite directement traité avec le débiteur pour se faire payer ou récupérer le collatéral, qui pouvait ensuite être mis en vente. La situation actuelle présente quelques



différences notables puisque les titres ont un lien très ténu avec la créance initiale. C'est le principe même de la titrisation qui conduit à mélanger les créances (immobilières, cartes de crédit, obligations, etc.) au sein d'un actif. Il est donc exclu de remonter à la source de la créance dans l'espoir de récupérer un collatéral si le débiteur se trouve dans l'incapacité de régler sa dette. En outre, les montages juridiques sont aussi complexes que les montages financiers et les parties prenantes sont nombreuses (banque initiatrice du crédit, conduits de titrisation, réhausseur de crédit, assureur, investisseur final), chacun jouant un rôle dans la répartition des gains et surtout des pertes. Le cantonnement présenterait l'avantage d'isoler les actifs « toxiques » en espérant ainsi fixer définitivement les pertes de chaque établissement. Mais la cession des actifs ne dépendra in fine que du retour de la liquidité sur les marchés de produits structurés et donc de la volonté des intervenants de marché à accepter de nouveau ce type de produits dans leur portefeuille. Notons que ce type de solution reste d'actualité, notamment en Allemagne mais également dans le cadre d'une nouvelle version du plan de sauvetage américain, revue et corrigée par l'administration Obama.

### ***3.3. Plans de relance budgétaire et politiques monétaires au cours des crises passées***

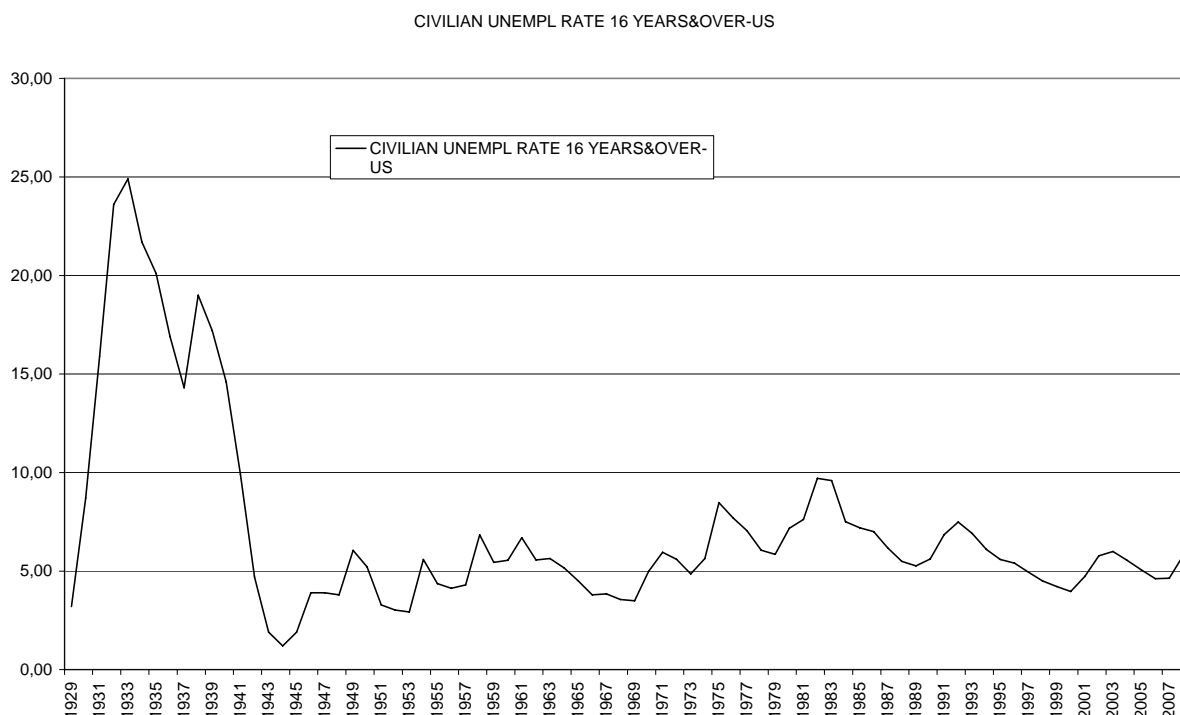
Les leçons que l'on peut tirer à l'heure actuelle de la crise de 1929, alors sans précédent historique, sont relatives principalement aux politiques mises en œuvre. Celles-ci peuvent être qualifiées d'inadéquates et de tardives. En effet, par souci de faire jouer l'effet dit Pigou sur les encaisses réelles, la Réserve fédérale a longtemps mené une politique de restriction monétaire (*cf. supra*) qui a, à la fois, amplifié la crise et son impact sur l'octroi de crédits bancaires (Bernanke, 1983), et pesé sur les capacités budgétaires de l'Etat fédéral, soumis à une pression sur ses charges d'intérêt, donc sur ses marges de manœuvre. En outre, la loi Hawley-Smoot, promulguée en 1930 pour augmenter les droits de douane aux Etats-Unis, a dégénéré en représailles protectionnistes internationales qui ont nui au commerce mondial.

Il faudra attendre l'élection du Président F.D. Roosevelt pour qu'une intervention discrétionnaire et massive des pouvoirs publics permette à la fois d'assainir le système bancaire et de relancer la demande.

Les différents *New Deal* mis en application par l'administration Roosevelt (1933, puis 1934-1938) vont imposer aux banques des critères minima de solvabilité, jugulant ainsi la prolifération des acteurs bancaires, une garantie sur les dépôts (jusqu'à 5 000 \$), la création de la Securities and Exchange Commission chargée de superviser et de mieux réguler l'activité sur les marchés financiers et la sortie de l'étalon-or, qui permettra à l'économie américaine de

procéder à une politique dite de « *reflation* », *i.e.* une politique discrétionnaire de soutien à la croissance et à l'emploi, libérée des contraintes extérieures.

Pour juguler le chômage, qui atteindra au plus haut 25% de la population active (*cf.* graphique), une politique de grands travaux est mise en œuvre, tandis que les agriculteurs bénéficient d'indemnités en échange d'une baisse de la production agricole, susceptible de renverser l'évolution des prix.



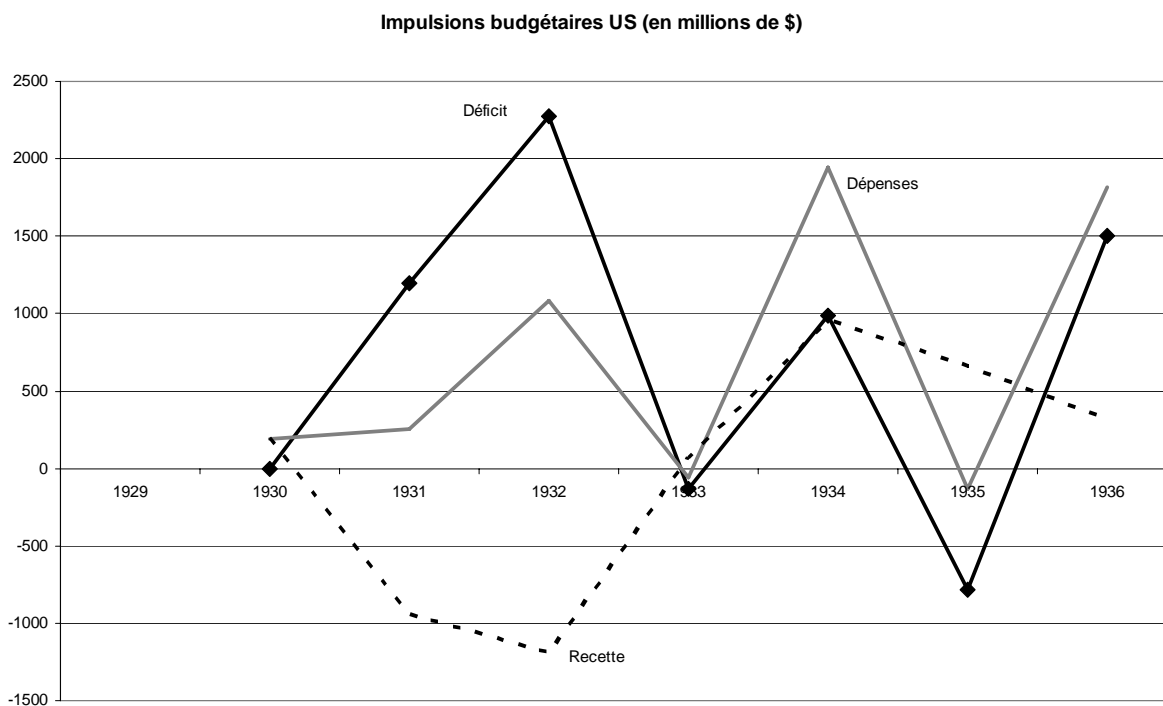
L'impact budgétaire de la politique de relance peut être évalué sur le graphique suivant. A partir de 1931, soit avant les *New Deal*, les finances publiques entrent en déficit ; celui-ci plonge littéralement en 1932, pour atteindre près de 5 points de PIB. Les *New Deal* creusent ensuite un peu plus le déficit en 1934 et en 1936. Les impulsions budgétaires des années 1931 et 1932 sont de l'ordre de 3,5 milliards de dollars, soit l'équivalent de 50 milliards de dollars de 2008. Elles se partagent alors (*cf.* graphique) pour deux tiers par une baisse de recettes et pour le tiers restant par une hausse de dépenses ; cette baisse et cette hausse sont sans doute principalement endogènes<sup>14</sup>. En 1934, puis en 1936, et conformément aux prescriptions de politique budgétaire en temps de crise désormais avancées (Spilimbergo et al., 2009), l'impulsion budgétaire positive est due aux dépenses budgétaires, pour un montant supplémentaire de 2 milliards de dollars, soit l'équivalent de 30 milliards de dollars de 2008.

<sup>14</sup> Ce point reste à vérifier, grâce à une analyse fine des lois budgétaires mises en application au cours de ces années.

*In fine*, les impulsions budgétaires furent sans aucun doute bienvenues pour soutenir la demande. Pour autant, leur répartition entre hausses de dépenses et baisses de recettes et leur caractère tardif n'ont pas permis à l'économie américaine de juguler le chômage de masse avant l'intervention américaine dans la seconde guerre mondiale. Il s'ensuit qu'une meilleure coordination entre politiques monétaire et budgétaire et un meilleur *timing* pour celle-ci aurait sans doute permis d'améliorer les performances économiques américaines. En outre, et contrairement aux prescriptions récentes (3T, cf. supra), le deuxième New Deal n'a pas produit une politique temporaire : à partir d'août 1935, avec l'adoption du Social Security Act, les bases de l'Etat-Providence sont posées, des systèmes de retraites, d'assurance-chômage et d'aide aux handicapés sont créés.



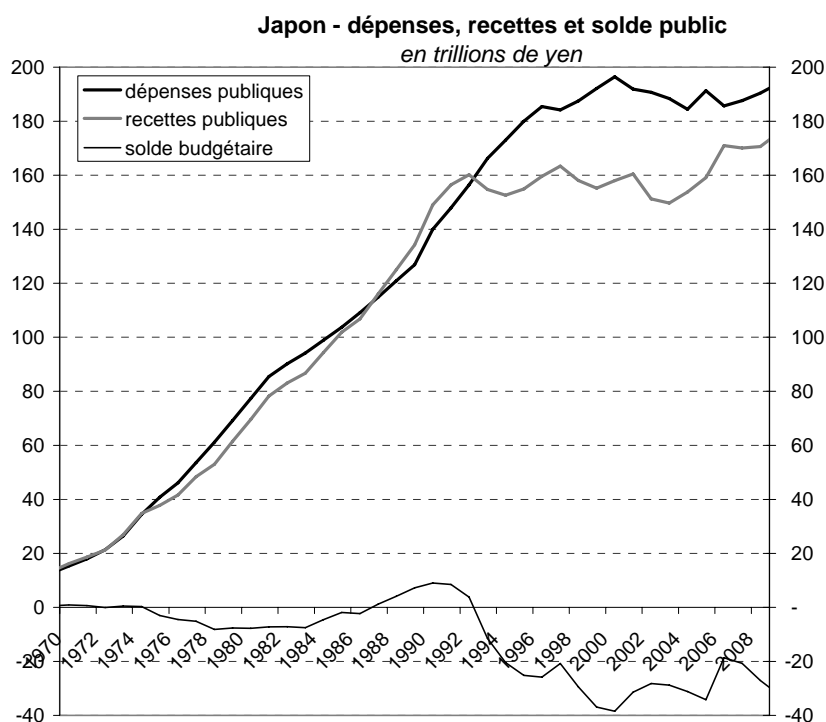
*Source* : Office of Management and Budget, calculs des auteurs.



*Source* : Office of Management and Budget, calculs des auteurs. Les impulsions sont calculées comme les écarts entre la variable en  $t$  et en  $t-1$ .

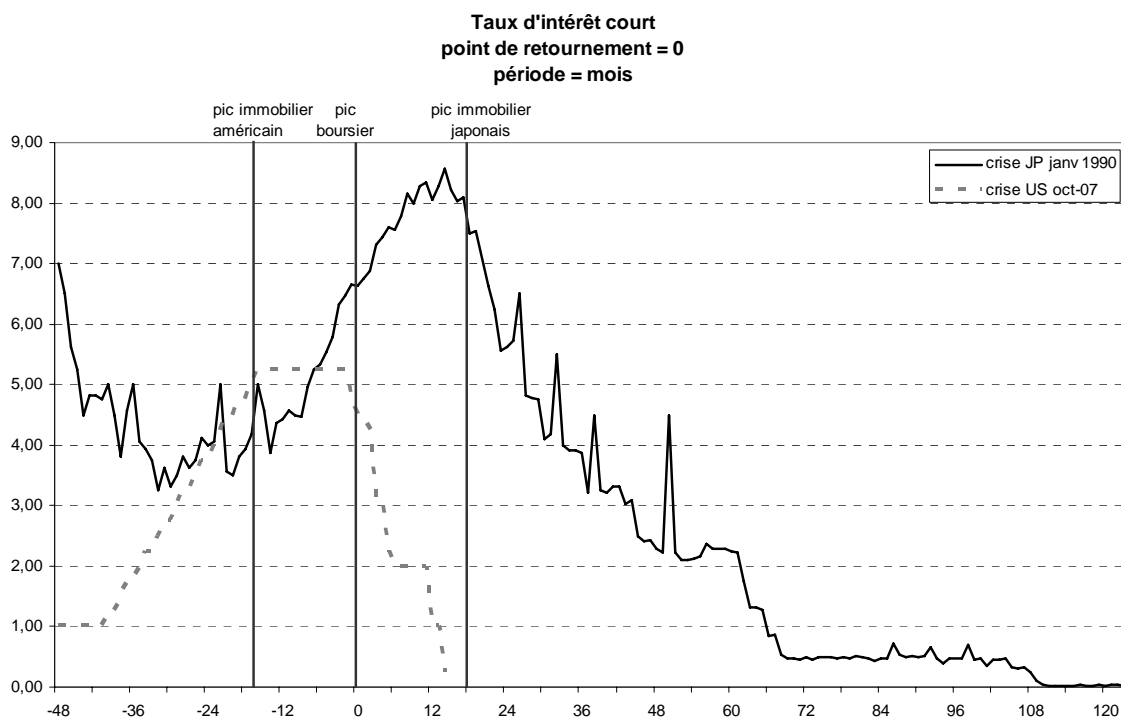
Les évaluations de la politique budgétaire japonaise des années 1990 ont fait l'objet de grands débats parmi les économistes. A première vue, étant donné l'ampleur des fonds engagés – qui s'élèvent officiellement à 22 points de PIB entre 1992 et 1999 – et la longue stagnation qu'a connue l'économie japonaise, on serait tenté de conclure que l'efficacité de la relance keynésienne a été pour le moins limitée. Une analyse plus détaillée montre que les autorités japonaises ont pratiqué une politique de « va-et-vient » en matière budgétaire, l'annonce de mesures expansionnistes étant souvent assortie d'une promesse de restriction future des finances publiques. Par ailleurs, les chiffres officiels étaient gonflés par des effets d'annonce et les plans de relance ne contenaient pas uniquement des mesures nouvelles. Par exemple, les deux premiers plans de relance (août 92 et avril 93) – essentiellement des travaux publics – ont représenté une dépense totale de 2 points de PIB au lieu des 5 annoncés. Le plan suivant, voté en novembre 1994, était le premier à comporter une baisse d'impôts sur le revenu pour une dépense estimée à 0.6 point de PIB. Mais cette baisse d'impôts ne devait être que temporaire et s'accompagnait d'un engagement à augmenter de 2 points le taux de TVA (de 3 % à 5 %) en 1997. En avril 1997, la TVA a effectivement été augmentée, en même temps que les cotisations sociales, et les impôts sur le revenu ont retrouvé leur niveau d'origine. Ce paquet fiscal représentait une augmentation de la charge d'imposition globale de 2 points de

PIB ! Entré en vigueur quelques mois avant l'éclatement de la crise asiatique, et concomitant avec l'aggravation de la crise bancaire, ce plan a été jugé ex post comme l'une des pires erreurs qu'ait commise les autorités japonaises dans la gestion de la crise. En 1998, le Japon plongea dans une profonde récession qui dura deux ans, enchaînant sur une période de déflation au cours de laquelle le déflateur du PIB a perdu près de 12% entre 1999 et 2008. En avril et novembre 1998, le gouvernement annonça des plans de relance massifs incluant des baisses d'impôts à caractère permanent et des travaux publics pour un montant total de dépenses estimé à 4 points de PIB par le FMI. Un nouveau plan fut annoncé en novembre 1999 – estimé à 1.5 points de PIB – mais qui ne fut que partiellement implémenté. Entre 1991 et 1999, la dette publique japonaise est passée de 65% à près de 130% du PIB. On peut cependant montrer que la dégradation du ratio dette sur PIB est davantage imputable à une stagnation des recettes qu'à une hausse inconsidérée des dépenses publiques (graphique). La part de l'investissement public dans le total des dépenses a retrouvé en 1999 son niveau de 1991 (15%) après un pic à 18% en 1993. Elle a ensuite baissé constamment pour atteindre 8% en 2008, alors que la dette publique s'élève aujourd'hui à plus de 180% du PIB. Les recettes publiques ont pour leur part stagné depuis 1992, à cause de la dégradation de l'environnement économique (baisse des profits, dégradation du marché du travail, etc.). Kuttner et Posen (2001) estiment qu'on ne peut pas conclure à l'inefficacité des politiques de relance au Japon, mais que celles-ci n'ont pas été à la hauteur des enjeux. Trop axées sur les dépenses de construction, pas assez sur les aides directes aux ménages, trop tardives et ponctuées d'épisodes de restriction budgétaire, elles ne traduisaient pas un engagement suffisamment fort du gouvernement à sortir le pays du gouffre.



Source : OCDE, perspectives économiques

C'est une fois encore la lenteur et le manque de réactivité des autorités japonaises qui caractérise la conduite la politique monétaire. En 1990, des taux élevés sont maintenus alors que prix des actifs se sont retournés ; en 1994, les taux sont maintenus à 2.25% toute l'année et jusqu'au premier trimestre de 1995, malgré la crise mexicaine et tremblement de terre de Kobé en février. La hausse du yen qui en résulte, jusqu'à 79 yens par dollar en avril renforce les tendances déflationnistes. Il faudra six ans à la Banque du Japon pour baisser ses taux de 3,25 % à 0% en février 1999. En appliquant une règle de Taylor basée sur le comportement passé de la Banque du Japon, il apparaît que les taux japonais auraient dû être à 0% dès la mi-1993. Le graphique ci-dessous fait apparaître clairement la lenteur de la réaction des autorités japonaises en comparaison à la Fed des Etats-Unis pour la crise actuelle : il n'aura fallu que 13 mois à cette dernière pour faire passer son taux directeur de 5,25% à 0,25%.



Source : Datastream.

Les politiques budgétaires mises en œuvre après les crises survenues dans les pays scandinaves semblent assez atypiques dans la situation actuelle, mais correspondent au changement de paradigme intervenu au cours des années 1980 : après les politiques particulièrement expansionnistes de l'administration américaine Reagan, et en guise de politique d'accompagnement des désinflations compétitives, de nombreux pays ont opté pour des politiques d'assainissement budgétaire. Malgré le ralentissement de l'activité, les pays scandinaves ont poursuivi une telle stratégie, laissant au mieux jouer les stabilisateurs automatiques, dans des économies où ils étaient certes puissants.

En Norvège, de 1985 à 1988, l'orientation de la politique budgétaire est plutôt restrictive. La récession de 1986 n'infléchit pas le souci de réaliser des efforts budgétaires. En fait, il faudra attendre que le chômage ait déjà augmenté pour que le gouvernement décide de mesures de soutien qui seront mises en œuvre en 1989 et 1990, *a priori* de l'ordre respectif de 2,5 et 0,5 points de PIB. En Finlande et en Suède, aucune mesure spécifique n'a été adoptée pour soutenir l'activité. De fait, la forte dégradation observée des finances publiques résulte principalement de l'effet des stabilisateurs automatiques. Assez rapidement, les gouvernements ont même souhaité assainir les finances publiques. Pour les deux pays la récession a duré 3 ans. Le soutien de l'économie est principalement venu des dépréciations du

taux de change et de l'assouplissement des politiques monétaires permis par l'abandon du régime de changes fin 1992 (crises du SME).

### ***3.4. Les politiques économiques à la rescousse : frapper vite et fort !***

#### ***3.4.1 Plan Obama***

Les plans de relance qui sont engagés pour contenir la crise économique actuelle semblent avoir tirés certaines leçons du passé. Aux Etats-Unis, le plan de relance qui devrait être adopté par le Sénat dans les prochains jours, puis par le Congrès le 17 février prochain, soit à peine 1 mois après la prise de fonction du nouveau Président Obama, devrait ainsi être un plan de grande ampleur, basé sur des mesures temporaires et ciblées. Le montant du plan devrait atteindre 827 milliards de dollars sur la période 2009-2019, soit 5,8 % du PIB de 2008. L'impact sur le déficit atteindrait 169,5 milliards en 2009 et sera maximal en 2010 avec 356 milliards supplémentaires. Il se réduira à 49 milliards en 2012 et s'éteindra progressivement.

Le plan se répartit comme suit<sup>15</sup> :

- 281 milliards sous forme de baisses d'impôts dont 145 milliards sous forme de crédit d'impôt. Les célibataires et les familles des classes moyennes recevront respectivement jusqu'à 500 \$ et 1000 \$ ;
- 263 milliards au titre des aides et transferts : extension de l'assurance chômage, tickets alimentaires ;
- 283 milliards de dépenses directs, notamment des aides aux Etats en difficulté financière et des projets d'infrastructure.

Selon les estimations du CBO, le PIB américain devrait être supérieur de 1,2 à 3,6 % au quatrième trimestre 2010, à ce qu'il serait en l'absence de plan de relance. De même, entre 1,3 et 3,9 millions d'emplois seraient créés grâce à ce plan à la même période, ce qui ferait baisser le taux de chômage de 0,7 à 2,1 points par rapport à taux de référence de 8,7 % toujours fin 2010.

Ce plan intervient après un premier plan de relance voté en février 2008 par le Congrès de 168 milliards sur 2 ans (1,2 % du PIB) et un autre présenté à la Chambre des Représentants le 26 septembre 2008 mais qui n'a pas abouti. Le plan de février 2008 (dit Plan Paulson) a prévu de débloquer 100 milliards de dollars pour les ménages sous forme d'un remboursement

---

<sup>15</sup> Cf. Financial Times, 9 février 2009.



d'impôts (équivalent à 1 point de taux de prélèvements) avant décembre 2008 et favoriser l'accélération des amortissements d'investissement pour les entreprises à hauteur de 50 milliards sur 2008 et 2009.

Il apparaît aujourd'hui que les remises d'impôts des ménages ont été en grande partie épargnées. Selon Feldstein (2009), alors qu'elle est estimée en moyenne à 0,7 sur la période 1980-2008, la propension marginale à consommer le revenu supplémentaire lié au rabais fiscal n'aurait été que de 0,13. Par ailleurs, l'investissement des entreprises a chuté aux troisième et quatrième trimestres 2008, en phase avec la demande finale.

Sans savoir si ces plans seront suffisants pour relancer l'économie, il apparaît aujourd'hui que :

- le premier plan de relance a eu lieu avant la baisse du PIB américain du deuxième semestre 2008. Néanmoins, la récession telle qu'elle a été datée par le NBER, a commencé effectivement en décembre 2007. Or, ce premier plan qui aura au final peu soutenu la demande (mais aidé financièrement les ménages) n'a été suivi d'un deuxième plan de relance qu'un an plus tard. Et celui-ci ne prendra effet au mieux qu'au deuxième trimestre 2009, soit 15 mois après l'entrée en récession.
- L'ampleur des plans est conséquente, même si des voix telles que celle de P. Krugman s'élèvent aujourd'hui pour souligner son insuffisance.
- Les délais institutionnels concernant l'adoption des plans ont été en février 2008 et février 2009 (sous réserve que le planning soit respecté) extrêmement courts. Ceci confirme le consensus politique autour de la nécessité d'un plan de relance de grande envergure.
- Si la plupart des mesures sont ciblées vers les ménages à faible revenu et des classes moyennes, il ressort que la contrainte de désendettement et l'incertitude prédominent sur les habitudes de consommation des ménages. La distribution de tickets alimentaires et la hausse des transferts sociaux restent malgré tout des mesures indispensables pour soutenir la demande et aider les plus démunis.
- Le volet investissements en infrastructure et aides aux administrations fédérales est important et bénéficie d'un effet multiplicateur supérieur à celui des autres types de mesures.

### 3.4.2. Plan de relance japonais

Le Japon a annoncé en 2008 une série de trois plans de relance pour un montant cumulé de 75 000 milliards de yen (800 milliards de dollars ou 13% du PIB). Pour compléter l'action du gouvernement, la Banque du Japon a assoupli à deux reprises sa politique monétaire en ramenant son principal taux directeur de 0,5% à 0,1%. Sur les montants annoncés, les mesures budgétaires destinées à relancer le marché intérieur ne représentent que 12 000 milliards de yen, soit 2% du PIB. Le reste, constitué de mesures destinées à soutenir le système financier (injections de liquidités, garantie de l'Etat sur les prêts aux PME, etc.), ne donne pas lieu à des dépenses réelles de la part du gouvernement. Les mesures de relance incluent :

- pour 4 000 milliards de yen : soutien à l'investissement des entreprises (réductions de taxes)
- pour 2 000 milliards de yen : distribution de chèques aux ménages
- pour 1 500 milliards de yen : soutien au marché de l'emploi
- pour 1 000 milliards de yen : renforcer le système de protection sociale

Ces plans ont été critiqués au Japon à la fois pour leur manque d'envergure et d'ambition à sortir l'économie de l'ornière, mais aussi pour le risque qu'ils font courir quant à la soutenabilité de la dette publique, qui atteint 180% du PIB.

### 3.4.3. Plans de relance européens

Fin novembre 2008, les pays européens s'accordaient sur le principe d'un plan de relance à hauteur de 200 milliards d'euros (1,5 point du PIB de l'Union à 27) dont 30 milliards issus d'un financement de l'UE. La Commission laisse le soin à chaque pays de déterminer les modalités précises de l'orientation des plans au niveau national, précisant seulement que les objectifs doivent être d'agir pour stimuler la demande, renforcer la confiance des consommateurs et atténuer le coût humain du ralentissement en privilégiant les personnes les plus vulnérables.

Dans leur grande majorité<sup>16</sup>, les pays européens ont respecté leurs engagements et se sont engagés dans la mise en œuvre de plans de relance ; il semble cependant que les montants avancés jusqu'ici ne soient pas à la hauteur. Étant donné la montée en charge progressive des différents programmes, les dépenses effectives, excluant les avances de trésorerie, engagées

---

<sup>16</sup> L'Italie constituant une notable exception.

pour l'année 2009 sont estimées à 112,5 milliards d'euros au niveau européen par Saha et von Weizsäcker (2009), soit 0,9 point de PIB. Ainsi, le plan de relance français consacrerait-il 11,4 milliards, soit 45 % du plan de 26 milliards d'euros, au soutien à la trésorerie des entreprises. Si ces mesures peuvent apporter un réel soutien à des entreprises potentiellement en proie à des difficultés de trésorerie, elles n'apporteront qu'une stimulation modérée de l'activité.

### Les différents plans de relance européens

	France		Espagne		Allemagne		Italie		Royaume-Uni	
	Mds	% du PIB	Mds	% du PIB	Mds	% du PIB	Mds	% du PIB	Mds	% du PIB
	Total investissement public	8.0	0.4	8.0	0.7	7.2	0.3	1.4	0.1	2.3
Soutien à la trésorerie des entreprises, collectivités, ménages	13.9	0.7	7.7	0.7	15.0	0.6	0.2	0.0		
Aide aux secteurs	2.0	0.1	3.0	0.3	nc	nc	nc	nc	0.7	0.05
Politiques de l'emploi et aides aux ménages	2.0	0.1	5.9	0.5	23.0	0.9	3.3	0.2	4.4	0.29
Suppression impôt sur le patrimoine			1.8	0.2						
Baisse de la TVA	-	-	-	-	-	-	-	-	11.5	0.8
Autres					4.8	0.2	1.5	0.1		
<b>TOTAL</b>	<b>26.0</b>	<b>1.3</b>	<b>24.7</b>	<b>2.2</b>	<b>50.0</b>	<b>2.0</b>	<b>6.5</b>	<b>0.4</b>	<b>18.8</b>	<b>1.3</b>

Source : OFCE (2009)

Ensuite, si plans de relance il y a, force est de constater que les actions entreprises manquent de coordination. Alors que la France privilégie un soutien à l'investissement par le biais d'investissements publics à hauteur de 0,4 point de PIB (cf. tableau), le Royaume-Uni a fait le choix d'une baisse de la TVA qui absorbera plus de 60% des dépenses engagées. Le soutien à l'investissement sera sans aucun doute efficace, mais souffre cependant de longs délais de transmission, retardant ses effets bénéfiques en matière de stabilisation. Les délais de transmission des baisses de TVA sont de ce point de vue bien plus rapides mais restent conditionnés par la répercussion de la baisse sur les prix. En tenant compte des multiplicateurs associés à ces différentes mesures, le plan de relance français apporterait un soutien à la croissance de l'ordre de 0,3 point en moyenne annuelle<sup>17</sup>, soit une stimulation équivalente à celle de l'Allemagne mais bien moindre qu'au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

<sup>17</sup> L'impact des différents plans sur le PIB en 2009 est quantifié pour les cinq grands pays de l'Union dans OFCE (2008).

#### 4. Conclusion

L'analyse des crises passées est riche d'enseignements quant aux stratégies à adopter et aux écueils à éviter pour éviter un effondrement du système financier et l'aggravation d'une crise réelle au niveau mondial, sans précédent depuis celle de 1929.

Parmi ces enseignements, deux ont été retenus : la nécessité de stabiliser en priorité le secteur par où est venue la crise, et la nécessité de « frapper fort ». Dans la situation actuelle, et contrairement à ce qui s'était produit au Japon dans les années 1990, les autorités publiques, monétaires et de régulation ont agi pour renforcer la liquidité interbancaire et pour tenter de mieux assurer la stabilité bancaire et financière à court terme. Dire qu'elles y sont parfaitement parvenues serait sans doute exagéré ; cependant, leurs actions étaient nécessaires et le restent pour éviter que la crise se transforme en dépression. A cette fin, le caractère massif affiché par les plans de relance américain, japonais et par quelques pays européens doit être accueilli comme une bonne nouvelle. Ils ont en outre été accompagnés de baisses particulièrement rapides et importantes des taux directeurs des banques centrales, coopérant par ailleurs au plan international. Pour autant, face au risque de dépression, les plans de relance ne sont sans doute pas aussi massifs qu'il serait nécessaire. Pour l'expliquer, il faut revenir aux réticences qui continuent de s'exprimer vis-à-vis des politiques publiques, malgré les errements de stratégies *privées* passées.

Le premier élément à mentionner est l'aléa moral. La baisse forte des taux directeurs fait craindre en effet que d'autres bulles se créent à l'issue de la crise actuelle, conduisant à une nouvelle succession de booms et de krachs. Nous en sommes sans doute encore éloignés mais il faut avoir cet argument à l'esprit pour comprendre les critiques qu'affrontent les banquiers centraux, voire pour comprendre les réticences de la BCE à réduire un peu plus ses taux directeurs. L'aléa moral est un mal nécessaire aujourd'hui, qu'il faut tenter de juguler. Quelques pistes peuvent être suivies :

- les injections de liquidités aux banques peuvent être assorties d'engagements des banques à se restructurer (politiques prudentes en matière de prêt, *cf.* Japon, réduction des coûts, *cf.* Suède, limite aux dividendes versés et aux rémunérations des dirigeants ou des *traders*, *cf.* Etats-Unis, France) ; elles peuvent être pratiquées à des taux d'intérêt élevés (supérieurs aux taux du marché, *cf.* France) et incrémentés chaque année en cas de non-remboursement.

- Les garanties sur les dépôts, essentielles pour éviter les paniques bancaires (ruées au guichet), doivent être plafonnées (*cf.* initiative européenne à l'automne 2008).
- En cas de faillites bancaires, le sauvetage de l'institution en faillite ne peut être évité s'il existe un risque systémique. Pour limiter l'aléa moral, plusieurs possibilités existent : nationaliser, mettre à pied les dirigeants, faire subir les pertes aux actionnaires, etc.
- Enfin, des normes comptables adaptées et une supervision bancaire efficace sont indispensables en cas de crise pour limiter les asymétries d'information. Il est capital que les autorités disposent d'informations récentes et fiables sur l'état de santé du système bancaire pour prendre les mesures adaptées à la situation.

Le second élément de réticence vis-à-vis des politiques publiques a principalement à voir avec la question de la soutenabilité des finances publiques. Les plans de relance, dans des économies n'ayant, pour certaines, pas suffisamment recouvert de marges de manœuvre compte tenu du niveau élevé de leurs dettes publiques (le Japon, l'Italie, la Grèce et, dans une moindre mesure, la France), ou, pour d'autres, craintives de voir leurs efforts d'assainissement anéantis (l'Allemagne), sont interprétés comme un sacrifice dont les générations futures seront les victimes. Cet argument n'a pas lieu d'être. Aujourd'hui, il n'y a pas d'autres solutions que le recours au secteur public. Ensuite, l'insoutenabilité des finances publiques présuppose le caractère non productif des dépenses publiques ; or, les travaux sur les multiplicateurs budgétaires concluent différemment.

### **Références bibliographiques :**

**Bäckström U.** (1997) : « What lessons can be learned from recent financial crisis ? The Swedish experience », *Jackson Hole Symposium Federal Reserve Bank of Kansas City* pp. 129-140.

**Bernanke B.** (1983), « Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, 73(3), juin.

**Biau O. & E. Girard** (2005), « Politique budgétaire et dynamique économique en France: l'approche VAR Structurel », *Revue économique*, 56(3), pp. 755-64

**Blanchard, O. & R. Perotti** (2002). “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output.” *Quarterly Journal of Economics* 117(4), pp. 1329-68.

**Bordo M., B. Eichengreen, D. Klingebiel & M-S. Martinèz-Peria** (2001) : « Is the crisis problem growing more severe ? », *Economic Policy* vol.16 n°32, pp. 51-82.

**Caballero R., E. Fahri et O. Gourinchas** (2008), « Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances », *Brookings Papers on Economic Activity*, à paraître.

**Buiter Willem H.** (2008), ‘Central banks and financial crisis’, paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s symposium on ‘Maintaining stability in a changing financial system’, 21-23 august.

**Calomiris C., D. Klingebiel & L. Laeven** (2004) : « A taxonomy of financial crisis resolution mechanisms : cross-country experience », *World Bank Policy Research Paper* n°3379.

**Congressional Budget Office**, 2008, ‘Options for Responding to Short Term Economic Weakness’, january, CBO Paper.

**Creel J., P. Monperrus-Veroni & F. Saraceno** (2007a), “Politique budgétaire discrétionnaire en France : les effets à court et à long terme”, *Revue économique*, 58(5), 1035-53

**Creel J., P. Monperrus-Veroni & F. Saraceno** (2007b), “Has the Golden Rule of public finance made a difference in the United Kingdom?”, *OFCE Working Papers* 2007-13

**Creel J. & F. Saraceno**, 2009, “Automatic stabilisation, discretionary policy and the Stability Pact”, dans J. Creel & M. Sawyer (eds.), *Current thinking on fiscal policy*, Basingstoke: Palgrave MacMillan, janvier .

**Curry T. & L. Shibut**, 2000, ‘The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences’, *FDIC Banking Review*, Volume 13, n° 2, december.

**Drees B. & C. Pazarbasioglu** (1998) : « The Nordic banking crises : pitfalls in financial liberalization ? », *IMF Occasional Paper* n°161.

**Englund P.** (1999) : « The Swedish banking crisis : roots and consequences », *Oxford Review of Economic Policy* vol.15 n°3, pp. 80-97.

**Feldstein Martin S.**, 2009, ‘Rethinking the role of fiscal policy’, WP 14684, NBER, January

**FDIC**, 1997, 'The Savings and Loan Crisis and its Relationship to Banking', *in* History of the Eighties, Volume 1, Chapter 4.

**Giordano R., S. Momigliano, S. Neri & R. Perotti** (2006), "The effects on the economy of shocks to different government expenditures items: estimates with a SVAR model", Proceedings of the *Workshop on Public Expenditure 2005*, Banca d'Italia, Roma

**Gorton G.** (2008), « The Subprime Panic », NBER WP 14398, octobre.

**Gravelle Jane G., T. G. Hungerford, M. Labonte**, 2009, 'Economic Stimulus : Issues and Policies', Congressional Research Service, january 23.

**Guichard S.** (1999), "La défaite financière du Japon", *Rapport du Cepii*, Economica

**Hoggarth G., J. Reidhill & P. Sinclair** (2004) : « On the resolution of banking crisis : theory and evidence », *Bank of England Working Paper* n°229.

**Honohan P.** (2005) : « Fiscal, monetary and incentive implications of bank recapitalization », *in* *Systemic Financial Crisis : containment and resolution* Chapter 4, Cambridge University Press.

**Honohan P. & L. Laeven** (2005) : « Introduction and overview », *in* *Systemic Financial Crisis : containment and resolution* Chapter 1, Cambridge University Press.

**Hoshi T. et A.K. Kashyap** (2008), « Will the TARP Succeed? Lessons from Japan », NBER WP 14401, octobre.

**IMF**, 2008, Chapter 5: Fiscal Policy as a countercyclical tool, *in* The World Economic Report, October.

**Jonung L., J. Kiander & P. Vartia** (2008) : « The great financial crisis in Finland and Sweden : the dynamics of boom, bust and recovery 1985-2000 », *European Economy Economic Papers* 350.

**Klingebiel D.** (2000) : « The use of asset management companies in the resolution of banking crises : cross-country experiences », *World Bank Policy Research Working Paper* n°2284.

**Nakoso H.** (2001), "The financial crisis in Japan during the 1990s: how the bank responded and the lessons learnt", BIS paper n°6, octobre

**OFCE** (2008) : « Comment désamorcer une déflation ? », *Lettre de l'OFCE* n°305.

**Perotti R.** (2004), "Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries", *IGIER Working Paper*, 276

**Reinhart C. et K. Rogoff** (2008a), « Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Perspective », *American Economic Review*, P&P, mai.

**Reinhart C. et K. Rogoff** (2008b), « This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises », NBER WP 13882, mars.

**Saha D. & J. von Weizsäcker** (2009) : « Estimating the size of the European stimulus packages for 2009 : an update », Bruegel.

**Spilimbergo A., S. Symansky, O.J. Blanchard et C. Cottarelli** (2009), “Fiscal policy for the crisis”, CEPR DP 7130, janvier.

**Wheelock D.** (2008) : « The federal response to home mortgage distress : lessons from the Great Depression », *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review* May-June, pp. 133-148.

**Zanki Mark M.**, 2008, ‘Assessing the Macro Economic Impact of Fiscal Stimulus 2008’, Moody’Economy.com, January.