

LES PROMESSES DE L'OMBRE

Scénarios 2008-2009 pour l'économie mondiale

Partie des subprime, la crise a atteint les banques puis, de proche en proche, l'ensemble des actifs financiers qui subissent de lourdes dépréciations. La transmission de ces désordres à l'économie non financière est enclenchée et le risque de récession est important. Les scénarios de croissance mettent en œuvre des mécanismes inhabituels dont il est difficile de quantifier les enchaînements. Dans ces circonstances exceptionnelles, nous présentons deux scénarios attachés chacun au degré de gravité des tensions financières.

Selon le premier scénario, les nouvelles tensions apparues après la faillite de Lehman Brothers n'auraient été que transitoires. Les difficultés de financement n'en subsisteraient pas moins, bridant la dépense des agents. La croissance des États-Unis subirait un fort ralentissement (0,4 % en 2009) ainsi que celle de la zone euro (0,8 %).

Le second scénario déroule une hypothèse plus noire quant à la transmission à l'économie non financière, avec une restriction drastique de l'offre de crédit, qui provoquerait un coup d'arrêt brutal à l'investissement. La récession induite renforcerait les mécanismes qui la provoquent, alignant les anticipations de tous les agents sur un même scénario. Dans ce cas de figure, l'impact sur la croissance serait notable ; la plupart des pays développés entreraient en récession. Par rapport au premier scénario, la croissance du PIB serait amputée de 0,5 à 1 point selon les pays en 2009.

Dans les circonstances actuelles, la référence à la crise de 1929 s'impose. Les leçons de tels événements ont été tirées : l'activisme des autorités a évité les faillites à grande échelle. On peut espérer que, cette fois, le monde ne basculera pas dans la dépression.

* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Frédéric Reynès, Christine Riffart. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 22 octobre 2008.

« The left side of the balance sheet has nothing right and the right side of the balance sheet has nothing left. But they are equal to each other. So accounting wise we are fine. »

Jacob Frenkel,

Vice-Chairman d'AIG, assureur nationalisé par le gouvernement américain le 16/9/2008.

La crise financière entraîne le monde dans une spirale infernale. Elle a démarré par l'apparition de défauts de paiement sur des emprunts immobiliers à risque, contractés par des ménages américains peu solvables. Évalués à 300 milliards de dollars, les montants en jeu paraissent désormais bien dérisoires au vu de la déstabilisation générale du système financier dont ils sont responsables. Partie des *subprime*, la crise a atteint les banques, d'abord américaines puis européennes. Des banques, elle s'est transmise à toutes les institutions financières. Elle s'est aujourd'hui étendue à l'ensemble des actifs financiers qui subissent de lourdes dépréciations. Demain, c'est l'économie non financière qui sera touchée par les difficultés d'accès au financement, amplifiées par le traumatisme du système bancaire, par les effets richesse ou par la chute de l'activité dans le secteur immobilier.

Stupéfié, le monde développé est passé tout près d'un effondrement de son système bancaire et financier. La faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 a déclenché une panique destructrice. Des plans proposés en urgence ont évité des faillites en série de grandes institutions financières et de grandes banques. Ces faillites auraient eu des conséquences incommensurables sur les économies développées, paralysant les systèmes de paiement et provoquant la faillite d'une majorité d'entreprises. Le risque systémique, que la fragilité du système financier a fait courir à l'ensemble de l'économie, s'est confirmé à cette occasion. La nécessité d'un contrôle de l'économie mondiale par l'ensemble des parties prenantes s'impose, mais sa faisabilité reste à démontrer. Le capitalisme actuel en sera modifié en profondeur. On peut espérer qu'il le soit en mieux.

Le risque systémique n'est pas écarté pour autant. D'autres sources de dépréciation peuvent atteindre les bilans des institutions financières. Une hausse des défauts sur des prêts moins risqués que les *subprime* (*Alt-A*, cartes de crédit), la mécanique des valeurs nettes négatives résiduelles des ménages américains ¹, la menace de faillites de *Hedge Funds* ou d'opérateurs de *LBO* ² qui retomberaient sur les banques, l'effondrement

1. Un ménage américain peut remettre les clés de sa maison à la banque auprès de laquelle il a contracté un crédit immobilier. Il s'affranchit alors de sa dette et perd sa propriété. Lorsque le capital restant dû par le ménage est supérieur à la valeur de son habitation, il peut ainsi reporter la valeur nette négative résiduelle sur la banque.

2. *Leveraged Buy Out*, voir plus loin pour une description.

de l'échafaudage des CDS³ ou la fragilisation jusqu'à la rupture de petits pays ou de pays émergents sont autant de véhicules possibles de la prochaine grande peur. Le coup de frein à la croissance en renforce la possibilité. Les défauts à venir peuvent détériorer à nouveau le bilan d'institutions financières qui auraient déjoué les règles de la régulation pour prendre des risques interdits. Et à nouveau, la transformation de ces risques en pertes pour les institutions financières impliquera l'ensemble du système. Ayant aujourd'hui des bilans fragilisés par la première vague de la crise, les institutions financières seront encore plus sensibles aux prochaines. Leur capacité à absorber les mauvaises nouvelles est profondément entamée.

Deux scénarios

La transmission de ces désordres à l'économie non financière est enclenchée et le risque de récession est important. La chute des cours du pétrole et des autres matières premières soulagera un peu les économies développées, mais le prix des matières premières ne restera pas tant que la demande sera déprimée. Les scénarios de croissance mettent en œuvre des mécanismes inhabituels dont il est difficile de quantifier les enchaînements. Dans ces circonstances exceptionnelles, nous présentons deux « scénarios » au lieu de « perspectives », déroulant des logiques et aboutissant à des conclusions qui peuvent aider à comprendre les événements qui se déroulent actuellement.

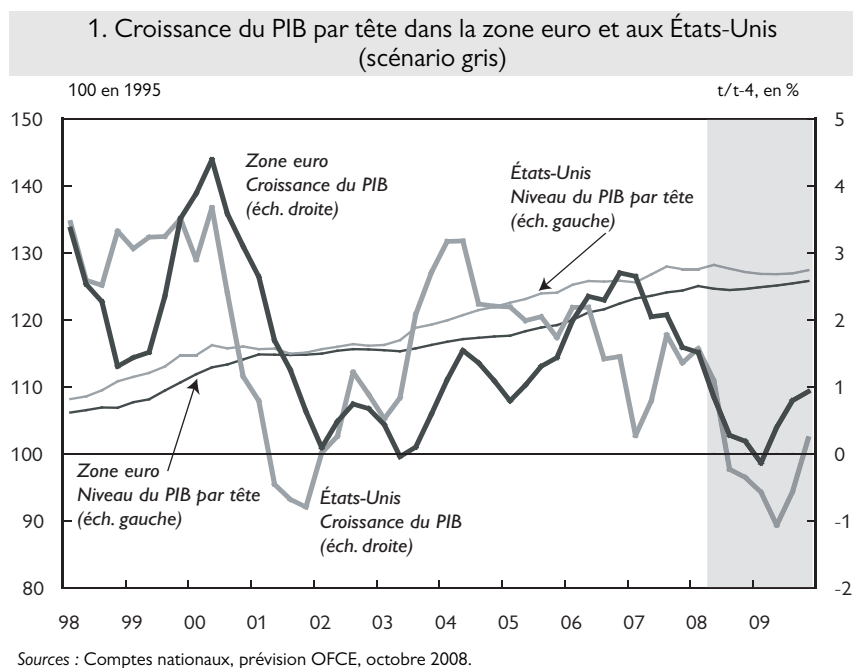
Le premier part du ralentissement américain et de sa transmission au reste du monde. Les marchés de l'immobilier se retourneraient dans de nombreux pays, parfois de façon violente comme en Espagne ou au Royaume-Uni. Ceci induirait une remontée du taux d'épargne des ménages, une réduction de l'investissement en logement ainsi qu'une remontée du chômage. L'investissement productif ralentirait, anticipant le freinage de la demande. Les entreprises les plus fragiles, celles dont les ratios de bilan sont préoccupants, verraient leurs crédits de trésorerie progressivement supprimés et seraient contraintes au dépôt de bilan ; les ménages les plus exposés au risque de chômage peineraient à accéder au crédit. Le ralentissement de l'économie se nourrirait de ces trajectoires individuelles. Le ralentissement serait plus marqué pour les États-Unis que pour la zone euro. Dans les deux zones, la croissance par tête deviendrait négative au premier trimestre 2009 (tableau 1, tableau 2 et graphique 1). Aux États-Unis, le retournement de l'activité dans le secteur immobilier, la fin des possibilités d'extraction hypothécaire⁴ et l'effacement de la stimulation budgétaire du début de l'année se combineront pour

3. *Credit Default Swap*, voir plus loin pour une description.

4. L'extraction hypothécaire consiste à emprunter en garantissant l'emprunt par un collatéral comme une hypothèque. Un bien déjà gagé par ailleurs peut être mobilisé si la valeur nécessaire pour couvrir le premier emprunt est partiellement libérée par un remboursement partiel du premier emprunt ou un accroissement de la valeur du bien hypothéqué.

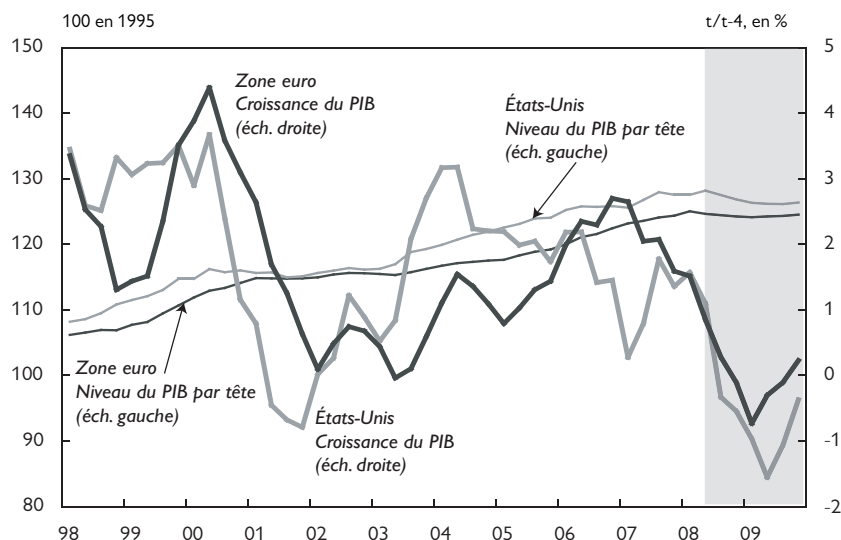
prolonger la phase de croissance négative du PIB par tête jusqu'à la fin de l'année 2009.

À moyen terme, les agents privés seraient engagés dans un processus de désendettement. Un taux d'autofinancement plus élevé, des fonds de roulement plus importants, la nécessité d'un apport personnel plus conséquent dans le cas d'un achat immobilier, une plus grande sélection dans les demandes de crédit concrétiseraient les penchants vers une plus grande sécurité par un niveau de dette plus bas des agents privés.



Selon ce scénario, la croissance mondiale ralentirait, passant de près de 5 % en 2007 à 3,7 et 3,1 % en 2008 et en 2009 respectivement. Au-delà de 2009, l'inclination pour le désendettement pèserait plus sur l'Europe que sur les États-Unis, parce que les banques exercent sur le Vieux continent une emprise plus forte qu'ailleurs. Touchant davantage les petites entreprises que les grandes ou les ménages confrontés à l'insécurité économique plutôt que les ménages aisés, ce processus de désendettement aurait des conséquences négatives sur les capacités d'innovation et induirait des distorsions de concurrence.

2. Croissance du PIB par tête dans la zone euro et aux États-Unis (scénario noir)



Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE, octobre 2008.

1. Résumé des scénarios gris et noir

En %, sauf pour le solde public en % du PIB

	Croissance en 2009		Taux de chômage en 2009		Solde public en 2009	
	gris	noir	gris	noir	gris	noir
États-Unis	0,4	-0,2	7,6	7,8	-5,9	-6,2
Royaume-Uni	0,2	-0,8	6,0	6,5	-5,1	-6,0
Zone euro	0,8	0,1	7,7	8,0	-2,0	-2,4
Allemagne	1,3	0,8	7,1	7,3	-0,7	-1,2
France	0,7	-0,1	7,7	8,1	-3,5	-3,9
Italie	0,4	-0,4	7,1	7,2	-2,3	-3,0
Espagne	0,1	-0,8	13,5	14,3	-2,5	-3,1
Pays-Bas	1,0	0,3	2,5	3,0	0,7	0,4

Sources : Prévisions OFCE, octobre 2008.

Note : Pour la France, le taux de chômage indiqué se réfère au concept Insee. Selon le concept Eurostat, dans les scénarios gris et noir, il serait respectivement de 8,0 % et 8,4 % pour l'année 2009.

2. Perspectives de croissance mondiale (scénario gris)

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2007	2008	2009
Allemagne	4,4	2,6	1,7	1,3
France	3,2	2,2	0,9	0,7
Italie	2,8	1,4	0,0	0,4
Espagne	2,1	3,7	1,3	0,1
Pays-Bas	1,0	3,5	2,1	1,0
Belgique	0,6	2,8	1,6	1,2
Autriche	0,5	3,1	2,0	1,1
Finlande	0,6	4,4	2,4	2,4
Portugal	0,4	1,8	0,7	0,8
Grèce	0,3	4,0	3,2	2,4
Irlande	0,3	6,0	-0,7	0,1
Zone euro	16,4	2,6	1,1	0,8
Royaume-Uni	3,4	3,0	1,0	0,2
Suède	0,5	2,9	1,7	1,6
Danemark	0,3	1,7	0,9	0,8
Union européenne à 15	20,5	2,7	1,2	0,8
12 nouveaux pays membres	2,7	6,1	3,9	2,6
Union européenne à 27	23,3	3,0	1,5	1,0
Suisse	0,5	3,3	2,0	1,3
Norvège	0,4	6,3	2,9	2,0
Europe	24,1	3,2	1,5	1,0
États-Unis	21,8	2,0	1,4	0,4
Japon	6,7	2,0	1,0	1,0
Canada	2,0	2,7	0,7	0,9
Pays industriels	56,3	2,5	1,3	0,7
Pays candidats à l'UE ²	1,2	4,6	3,1	3,5
Russie	3,2	8,1	6,7	5,5
Autres CEI ³	1,3	8,8	6,0	5,0
Chine	11,0	11,9	9,9	9,2
Autres pays d'Asie	13,2	7,3	5,4	5,5
Amérique latine	7,9	5,6	4,3	2,6
Afrique	3,4	6,2	6,0	6,2
Moyen-Orient	2,5	5,8	6,2	6,0
Monde	100	4,9	3,7	3,1

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.

2. Croatie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE, octobre 2008.

Le second scénario déroule une hypothèse plus noire (encadré 1) quant à la transmission à l'économie non financière. La dégradation du bilan des banques que les recapitalisations ne parviendraient pas à contenir conduirait celles-ci à restreindre drastiquement leur offre de crédit. La défiance généralisée devant les dettes imposerait aux entreprises une hausse de leur coût de financement. Les primes consenties sur les titres privés neutraliseraient l'effet des baisses de taux sur les conditions financières, rendant inopérante la politique monétaire habituelle. Le renouvellement des tranches de dette obligataire ou bancaire, arrivant à maturité dans les trimestres qui viennent, pourraient être rendu très coûteux ou même irréalisable. Le recours aux marchés financiers, en chute libre, ne serait plus un substitut à la dette, donnant un coup d'arrêt brutal à l'investissement. La récession induite renforcerait les mécanismes qui la provoquent, alignant les anticipations de tous les agents sur un même scénario. Dans ce scénario, l'impact sur la croissance serait notable ; la plupart des pays développés entreraient en récession (tableau 1 et graphique 2).

I. Éléments pour un scénario noir

La faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre a provoqué de nouvelles tensions sur le marché interbancaire avec une montée en flèche des primes de risque. L'annonce de plans de sauvetage des établissements financiers et la baisse concertée de 50 points de base des taux d'intérêt directeurs, susceptible de rasséréner les banques, n'a pas encore produit les effets escomptés, la méfiance restant de mise pour l'instant. Si cependant ces tensions retombaient rapidement, la poussée des primes de risque n'aurait alors été que temporaire, et le retour à la situation qui prévalait avant le 15 septembre devrait prémunir l'économie mondiale d'un nouveau choc sur l'activité. C'est le scénario de référence que nous avons développé dans cette prévision.

La crise financière est telle que, malgré l'engagement des États à soutenir le système bancaire, le financement de l'économie serait marqué par de grandes difficultés. Un durcissement du crédit affecterait les entreprises et les particuliers. Le scénario noir est bâti sur l'hypothèse d'une hausse des taux payés par les utilisateurs finaux. Cette hausse est quantifiée à la hauteur de 2 points des taux d'intérêt longs et courts au quatrième trimestre 2008, suivie d'une retombée progressive de 1,5 point à l'horizon du quatrième trimestre 2009, laissant leur niveau supérieur de 0,5 point à celui du scénario central.

En contrepartie du ralentissement supplémentaire de l'activité – voire dans certains cas sa baisse – induit par la hausse des taux, le prix du pétrole pourrait au contraire reculer en moyenne au quatrième trimestre 2008 plutôt que de se maintenir à 100 dollars conformément à notre scénario central. Son repli vers 80 dollars à la fin de 2008 inciterait alors l'OPEP à abaisser ses quotas de production pour éviter la dérive des prix. Le prix du baril pourrait ainsi remonter progressivement à 100 dollars à l'horizon du quatrième trimestre 2009.

Ces hypothèses alternatives sont communes à l'ensemble des pays pour lesquels ce deuxième scénario a été bâti. Tous les pays sont censés subir le même choc de taux d'intérêt et bénéficier du même affaïssissement initial du prix du pétrole. Les canaux de transmission de ce choc sont usuels : la hausse des taux d'intérêt constitue un rationnement implicite du crédit qui freine la demande interne, la

consommation et l'investissement. Au contraire, la baisse du prix du pétrole atténue les effets négatifs précédents en redonnant un peu de pouvoir d'achat aux ménages et en allégeant les coûts des entreprises. Mais l'effet taux d'intérêt l'emporte largement sur l'effet pétrole. Ces chocs étant communs à tous, il a été supposé qu'ils n'avaient pas d'effet sur la contribution extérieure de chaque pays.

L'impact de ce choc serait important sur la croissance du PIB, l'amputant de 0,5 à 1 point selon les pays en 2009 (tableau 1). Le taux de chômage remonterait de 0,2 à 0,3 point en moyenne. Sans surprise, l'effet le plus fort serait observé dans les pays où les ménages sont endettés à taux variables et où l'ajustement de l'investissement en logement était déjà en cours et important, à savoir le Royaume-Uni et l'Espagne (respectivement - 1 et - 0,9 point d'écart). L'impact serait moindre aux États-Unis (- 0,6 point) où l'ajustement sur le marché du logement est déjà bien entamé et où les ménages, bien que très endettés, le sont majoritairement à taux fixes. Au sein de la zone euro, l'impact serait le moins fort en Allemagne (- 0,5 point), puisque le pays n'a pas connu de boom de l'immobilier et ne devrait donc pas subir son retournement, et où de plus la situation des entreprises est plus saine que dans les autres pays européens. La France, l'Italie et les Pays-Bas sont dans une situation intermédiaire (- 0,8 à - 0,7 point d'écart), les ménages comme les entreprises pâtissant largement du rationnement et de la cherté du crédit.

Le scénario noir se traduirait par une contraction de l'activité en 2009 aux États-Unis et au Royaume-Uni et par une quasi-stagnation dans la zone euro. Parmi les grands pays de la zone euro, seuls l'Allemagne et les Pays-Bas croîtraient en 2009, le PIB reculant en France, en Italie et en Espagne. Le déficit public serait supérieur à 3 % du PIB au Royaume-Uni, en France et en Espagne et juste égal à 3 % en Italie. Parallèlement, les dettes brutes de ces différents pays augmenteraient, du fait des plans de sauvetage des banques.

Le rêve de certains, un cauchemar pour tous ⁵

La crise est partie d'un petit segment du crédit immobilier aux États-Unis, les *subprime*. N'ayant pu accéder au crédit immobilier qu'en recourant à des montages financiers spéculatifs, qui faisaient reposer la viabilité des dossiers sur le pari d'une poursuite de la hausse des prix des logements, les ménages concernés se sont trouvés pris dans l'étau quand ils n'ont pu faire face à l'augmentation de leurs échéances de remboursement et que la baisse des prix des logements ne permettait plus de refinancer ou d'extraire du nouveau crédit hypothécaire.

Les *subprime* représentent un montant limité, 1 500 milliards de dollars d'encours. On peut y ajouter les *Alt-A* (environ 800 milliards d'encours) pour un total de 2 300 milliards de dollars. C'est environ 20 % du montant de l'encours de crédit immobilier accordé aux ménages américains. C'est une goutte d'eau (3,8 %) face aux 60 000 milliards de dollars d'actifs physiques et financiers détenus par les ménages américains. En supposant un taux de défaut de 30 % sur ces crédits, c'est une perte de moins de 700 milliards que le système financier mondial doit absorber.

5. Une chronologie est disponible dans le graphique 3.

Or, la dépréciation des actifs financiers cotés est aujourd'hui de l'ordre de 17 000 milliards de dollars ⁶, soit 25 fois le choc initial !

Croissez et titrisez

La régulation prudentielle des banques aux États-Unis aurait dû limiter l'exposition au risque *subprime* à ce que les fonds propres – donc les actionnaires – de ces établissements financiers pouvaient soutenir. Mais ces prêts ont été au cœur d'une série d'innovations financières qui ont décuplé les effets du choc initial. Le principe en est la titrisation. En isolant contractuellement différents risques pris lors d'une opération de prêt immobilier (risque de taux, risque de défaut) de la propriété de la créance, l'émetteur initial du crédit immobilier peut s'assurer contre les risques. Il consent pour cela une rémunération du risque et des commissions aux intermédiaires qui établissent et structurent l'opération. Les risques sont standardisés, agrégés et réunis dans des véhicules juridiques *ad hoc*. À l'actif de ces véhicules, on trouve donc les flux de primes d'assurance payés par les initiateurs du prêt. Le passif de ces véhicules est alors structuré de façon à hiérarchiser les pertes potentielles. Une tranche *senior* est prioritaire quant au versement des primes. Une tranche *mezzanine* est de priorité inférieure et une tranche *equity* absorbe les premières pertes. La rémunération de ces différentes tranches est liée au risque théorique pris. En cas de défaut sur un prêt immobilier, ce sont les fonds de la tranche *equity* qui sont mobilisés. Lorsque celle-ci est épuisée, la tranche *mezzanine* est entamée. Ainsi structurée, la tranche *senior* est supposée à l'abri de tout défaut. Il faut en effet des taux de défauts très supérieurs à l'historique pour ponctionner les fonds de la tranche *senior*. Elle est alors noté AAA par les agences de notations (qui ont également un rôle de conseil dans l'élaboration de ces montages et qui manifestent ici un conflit d'intérêt). Actif sans risque, la tranche *senior* peut être placée facilement d'autant qu'elle offre une rémunération supérieure à des actifs sans risque de référence comme les bons du Trésor. En concentrant le risque sur les tranches *equity* et *mezzanine*, en associant une rémunération qui est déterminée par un marché supposé liquide, la titrisation constitue un outil de gestion des risques qui donne l'illusion de l'efficacité. Les banques peuvent contrôler leur exposition, le risque reçoit une valorisation, reflétant l'ensemble de l'information disponible, et tous les agents peuvent prendre du risque dans leur bilan, à la hauteur de ce qu'ils peuvent supporter. En disséminant le risque, les conséquences d'une contingence défavorable

6. Différence entre la capitalisation boursière totale (source *Datastream*) au 20 octobre 2008 et la capitalisation boursière totale moyenne de l'année 2007. La perte est de 5 800 milliards de dollars pour les États-Unis, 6 000 milliards de dollars pour l'Union européenne et de 9 220 milliards de dollar pour les places financières du reste du monde. Par rapport au point le plus haut (entre octobre et novembre 2007 pour les différentes zones), la perte de capitalisation est de 23 500 milliards de dollars.

sont minimisées et sont supposées correctement rémunérées en moyenne et dans le temps.

Trois failles dans le projet de titrisation

Cette belle mécanique a plusieurs failles. Premièrement, les banques n'ont pas coupé tous les liens avec les véhicules juridiques. Elles détiennent les tranches *equity*, ce qui les met en première ligne en cas de défaut et justifie qu'elles continuent à exercer les *due diligence*⁷. Mais leur engagement va parfois au-delà. Elles accordent en effet des lignes de crédit utilisables en cas de besoin par les véhicules, éventuellement pour des périodes de temps limitées. Ces engagements sont hors bilan et ne sont donc pas inclus dans le calcul des ratios prudentiels. Lors de la multiplication des taux de défaut, ces engagements ont pesé lourdement sur les banques, contraintes d'accorder des crédits à des véhicules en défaut. La réputation des banques émettrices ou intermédiaires est également un motif pour soutenir au-delà du raisonnable des véhicules en difficulté, même lorsqu'il n'y a aucune garantie contractuelle. En ayant assuré à leurs clients que les titres *senior* sont sans risque, elles se sont engagées à absorber plus que leur part des pertes.

Deuxièmement, les banques ont été friandes de ces produits. Permettant de bâtir des produits peu risqués puisqu'assurés, elles ont pu, moyennant quelques commissions, proposer à leurs clients des solutions attractives. Grâce à un rendement supérieur à ce que le risque pris pouvait laisser estimer, il est alors possible de déplacer des encours importants de produits traditionnels vers ces nouveaux produits. Consommateurs et producteurs de ces échafaudages, les banques de détail, les banques d'investissement et les assureurs avaient devant eux des gisements d'activité et de profits qu'ils ont largement exploités. Le résultat de cette frénésie a été une inflation de ces produits. Il s'est ainsi créé un réseau complexe de risques et de couvertures, où une banque européenne vend à ses clients des produits basés sur une assurance d'un crédit accordé à un ménage américain, en passant par des titres émis par une banque d'affaire américaine. La mise en place de ce réseau complexe et son fonctionnement quotidien ont créé artificiellement une liquidité élevée de ces titres.

Cette liquidité est à l'origine de la troisième faille. Liquides, basés sur une anticipation favorable de l'évolution des prix de l'immobilier, portés par le transfert de masse d'épargne vers ces produits, les marchés d'échange de ces titres ont abouti rapidement à un prix. Mais ce prix n'était pas celui qui intégrait toutes les contingences envisageables. Il était au contraire formidablement optimiste, minimisant l'exposition au risque contenu dans les titres échangés. La croyance que les marchés financiers

7. C'est-à-dire s'assurer que le bénéficiaire du prêt s'acquitte de ses obligations et exercer la surveillance de l'emprunteur.

sont parfaits lorsqu'ils sont liquides et que le prix résume toute l'information rationnellement disponible a servi, à beaucoup, d'alibi à toute prise de position.

La crise peut commencer

De ces trois failles découle l'allumage du premier étage de la crise. Lorsque les défauts sur les *subprime* ont commencé à croître⁸ au-delà des maximums atteints dans l'historique qui avait servi de référence à l'évaluation des risques, les dominos se sont effondrés. Les véhicules de titrisation ont alors pesé directement sur le bilan des banques, par le jeu des engagements hors bilan. Les risques qui avaient été externalisés avaient pour contrepartie des assurances faites à d'autres banques. Macro-économiquement, les risques assurés par les banques américaines et européennes se répondaient. Toutes les banques se pensaient couvertes, aucune ne l'était. Guidées par des ratios prudentiels qui ne prenaient pas la mesure d'un risque global et corrélé entre agents, elles ont accordé plus de prêts que ce que leurs fonds propres permettaient et elles ont pris plus de risques que ce qu'elles pouvaient supporter.

Le grand incendie prend

Le deuxième étage de la crise s'est alors enclenché. La menace de faillite de plusieurs établissements prenant corps, le marché interbancaire s'est gelé. Servant à équilibrer quotidiennement les positions des institutions financières, le marché interbancaire voit pour la seule zone euro circuler chaque jour plus de 200 milliards d'euros. Le gel de ce marché interbancaire signifie que les banques qui ont une position négative ne trouvent plus de banques en position positive pour leur prêter à court terme ; le prêteur craint qu'un défaut de sa contrepartie ne le mette lui-même en défaut. Les banques doivent alors se tourner vers la liquidité fournie par la Banque centrale (abondante dès l'été 2007, (voir dans ce dossier « Politiques monétaires : dans la trappe ? »),

8. Les raisons de la hausse des défauts sont multiples. Premièrement, les montages *subprime* ont besoin de la hausse des prix pour être viables (ils sont spéculatifs ou procèdent de la finance à la *Ponzi* pour employer la terminologie de Minsky). Lorsque les prix ralentissent, les premiers défauts apparaissent, provoquant des ventes forcées et alimentant les baisses de prix. Le schéma est instable et doit nécessairement se retourner au bout d'un moment, même si ce moment n'est pas déterminé. Les *subprime* comportaient fréquemment des conditions de *reset*, qui induisaient une hausse des mensualités considérable au bout de deux années ; le défaut est alors provoqué par l'entrée dans le régime à mensualités élevées, sauf si l'on peut se refinancer grâce à des prix de l'immobilier qui ont crû. Ce mécanisme est analogue aux appels de marge dans le cas d'achat à découvert. Deuxièmement, le marché immobilier connaît des cycles de prix parce que l'offre est inélastique dans le court terme. L'élasticité de l'offre aux prix n'est pas nulle au bout de quelques trimestres et des vagues de construction viennent inonder le marché. Troisièmement, le marché immobilier, comme tous les marchés d'actifs, est sensible aux taux d'intérêt. La hausse des taux amorcée en juin 2004 a pu peser sur les prix. Cependant, le pic d'émission des *subprime* a eu lieu au cours de l'année 2006, puisqu'au troisième trimestre 2006, 21,2 % des crédits immobiliers produits l'étaient au titre des *subprime*. Avec les *Alt-A*, c'est un tiers des crédits immobiliers qui présentaient un risque important. Au cours de cette période, le taux directeur de la FED était de 5,25 %.

accroître leur fond de roulement, accepter la hausse du coût de refinancement. Mais, tout changement de stratégie de refinancement est interprété comme un signal de défaut prochain et la rumeur de la faillite accroît encore les difficultés de financement à court comme à long terme. La hausse du coût de refinancement pèse sur les résultats courants et sur les bilans, accentuant la pression initiale.

Lorsque la rumeur de faillite sort du milieu étroit de la profession bancaire, la difficulté de refinancement se double d'un *bank run*, c'est-à-dire d'un épisode de retrait des dépôts bancaires. Ce retrait condamne l'établissement à la faillite, matérialisant la rumeur. C'est ce qui a frappé Northern Rock en janvier 2007 par exemple. Justifiée par des bilans globalement dégradés, la crainte de faillite accroît les difficultés. Les tentatives pour restaurer la liquidité sur les marchés interbancaires n'ont pu que limiter l'extension de la crise ; injecter des liquidités ou baisser les taux ne résolvent pas la question des bilans bancaires. Les propos rassurants ne font qu'accroître les inquiétudes.

L'effondrement des bourses

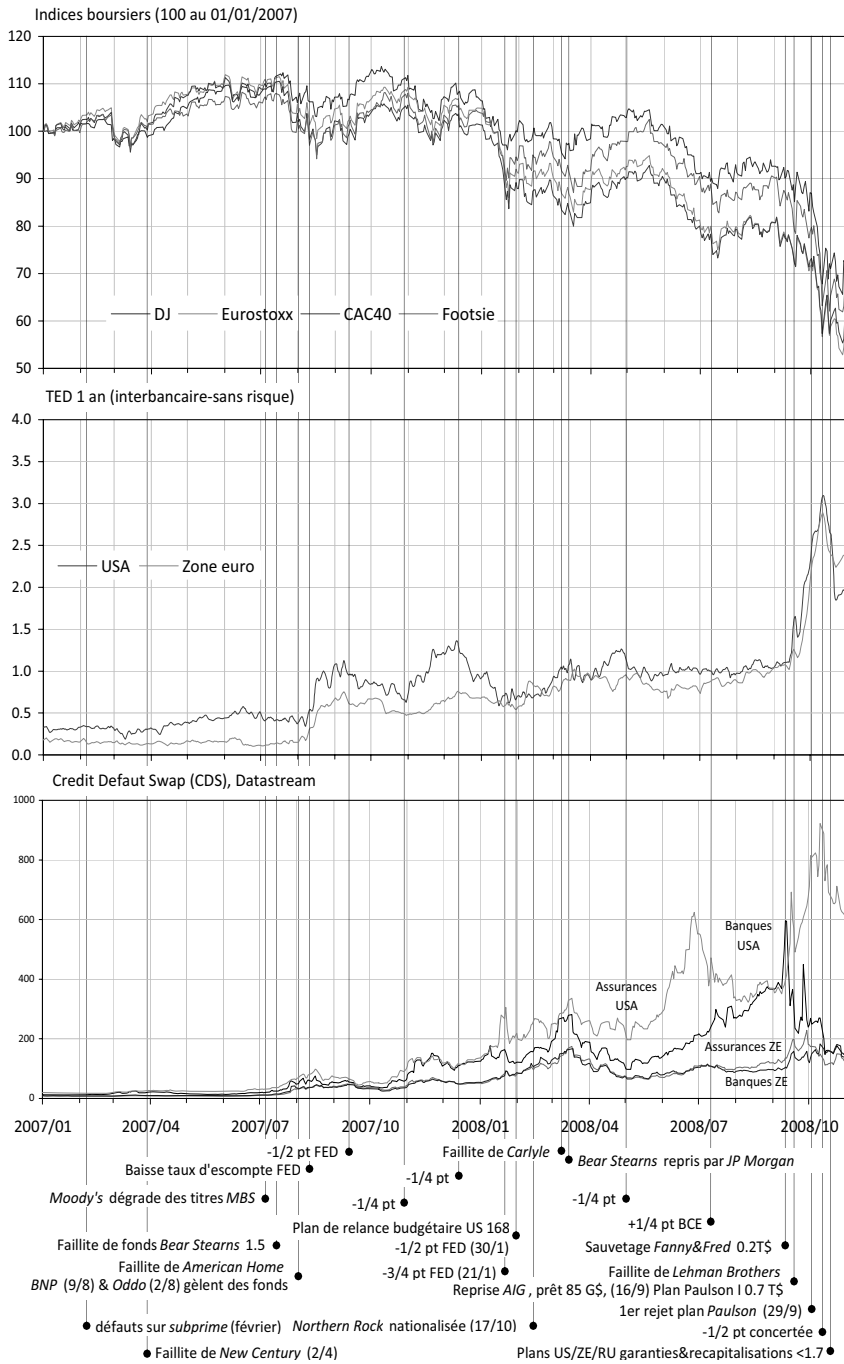
Confrontées à la nécessité de rétablir leurs bilans, les institutions financières, et en particulier les banques, disposent de trois options :

1. Se recapitaliser, fusionner ou être absorbées, comme certaines banques l'ont fait, contraintes par des pertes considérables.
2. Réduire leur encours de crédit, ce qu'elles ont commencé à faire mais qui demande du temps. En réduisant leur encours de crédit, elles réduisent leur exposition au risque associé au crédit, et en particulier le risque macroéconomique d'un ralentissement économique et d'une hausse des défauts consécutifs à une moindre activité. Sans être un *credit crunch*, il s'agit d'un durcissement considérable du crédit.
3. Réduire la taille de leur bilan en liquidant leurs actifs et en réduisant leur passif. En liquidant leurs actifs, les institutions financières réduisent leur exposition au risque de marché, c'est-à-dire l'impact sur leur bilan d'une dépréciation des actifs.

En recourant aux options 2 et 3, les institutions financières déclenchent le risque qu'elles cherchent à fuir⁹. Face aux mêmes conditions initiales après l'allumage des deux premiers étages de la crise, les institutions financières font la même analyse de la situation et prennent les mêmes décisions.

9. L'option 2 induit une restriction du crédit qui se traduit par un ralentissement économique ; le ralentissement économique accroît les défauts et donc le risque de crédit. L'option 3 induit un mouvement de ventes de titres d'actifs et une fuite vers la sécurité des titres publics, surtout américains. Cette fuite se traduit par une chute des marchés qui dégrade les bilans qui n'auraient pas encore été mis à l'abri de ce risque.

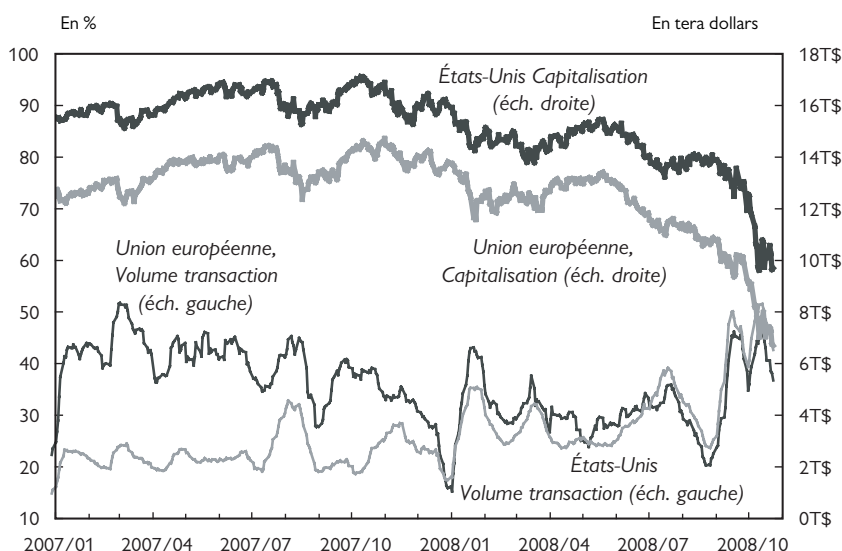
3. Chronologie de la crise et principaux indicateurs financiers



Source : Datastream, Global Insight, calculs OFCE.

Le troisième étage s'amorce alors par la liquidation des actifs exposés au risque de marché détenus par les institutions financières (graphique 4). L'afflux d'ordres de ventes, illustré par l'accélération des transactions dès le début de l'année 2008, tout au moins pour les marchés américains, induit une dépréciation des actifs boursiers, restés jusque-là assez haut. À la fin de l'été 2008, les transactions s'accroissent, probablement renforcées par des anticipations convergentes et la baisse antérieure de l'indice. Le décrochage s'enclenche, encore appuyé par l'annonce de la faillite de Lehman Brothers.

4. Capitalisation boursière et transactions sur les marchés d'actions



Note : 1 tera dollar = 1 000 milliards de dollars.

Source : Datastream. Les transactions sont divisées par la capitalisation boursière des 12 mois précédents.

Les institutions financières réalisent des *stress tests* à des scénarios de risques macroéconomiques et en réfèrent aux autorités de régulation. À la suite des fortes dépréciations d'actifs lors de l'éclatement de la bulle Internet, le scénario d'une baisse rapide des cours boursiers a été étudié par toutes les grandes institutions financières. Même si l'exposition est assez contenue établissement par établissement (voir dans ce dossier « Finance : rien ne va plus »), elle n'est pas négligeable. Une baisse de 20 ou 30 % des cours boursiers a un impact significatif sur le résultat. Il ne projette pas l'institution dans la zone rouge des ratios prudentiels, mais, appliqué à une situation déjà dégradée, il peut faire basculer dans la zone dangereuse. Fortes de ces analyses, les institutions financières se sont couvertes contre ce risque dès la prise de conscience des pertes liées aux *subprime*.

En se dégageant du risque de marché, les institutions financières ont probablement consenti une moins-value. En vendant avant tout le monde, elles l'ont néanmoins minimisée. La moins-value totale est portée par d'autres acteurs, des épargnants individuels aux fonds de pensions. Les effets richesse s'en feront sentir dans les trimestres qui viennent.

La chute de la maison Lehman Brothers et les CDS

Le 15 septembre 2008, la banque d'affaire Lehman Brothers (LB) s'est placée sous la protection de la loi des faillites américaine, le *chapter 11*. Il s'en est suivi un emballement de la crise. Une des raisons en est probablement que LB était un acteur central du marché des CDS.

Les CDS permettent de s'assurer¹⁰ du défaut sur une dette privée, qu'elle soit bancaire ou obligataire. Le marché des CDS a rencontré un succès considérable parce qu'il permet (ou procure l'illusion) de déterminer un prix pour le risque pris en prêtant à une entreprise privée. C'est un marché en pleine expansion, actif et liquide. L'encours notionnel, c'est-à-dire la somme de toutes les dettes sous-jacentes assurées, est supérieur à 50 000 milliards de dollars, selon la Banque des règlements internationaux (BRI).

Le risque pris sur les CDS n'est pas de même nature que celui pris sur les *subprime*¹¹. L'historique de défaut est plus fiable et la corrélation des défauts beaucoup moins probable et forte que celle induite par un retournement du marché immobilier. Même en cas de récession grave, les défauts sur les obligations privées devraient rester contenus en moyenne dans les intervalles observés par exemple de 2000 à 2003¹². Par ailleurs, contrairement aux *subprime*, la valeur d'un titre en défaut peut être non nulle¹³. La liquidation de l'entreprise en défaut peut aboutir à pouvoir rembourser en partie l'obligation défaillante. Le produit en revient alors au détenteur du CDS.

10. Il ne s'agit pas juridiquement d'une assurance. En effet, on peut détenir un CDS sans être pour autant exposé au risque de défaut, c'est-à-dire sans posséder l'obligation sous-jacente. Il s'agit alors d'un pari sur le défaut en échange d'une rémunération pendant la période du pari. En conséquence les CDS ne sont pas assujettis au code des assurances.

11. La raison est que les *subprime* ont donné lieu à une bulle. Lorsque la bulle éclate, et en particulier si elle a crû assez longtemps, des corrections de valeurs très importantes apparaissent. Les valeurs des collatéraux peuvent alors être divisées par deux ou trois pour tous les crédits *subprime* en même temps. La contrepartie de cette valeur évaporée, la dette des ménages endettés, n'est quant à elle pas réduite. Les défauts sont alors inévitables et très nombreux pour un montant du même ordre de grandeur que la dévalorisation totale des collatéraux. Dans le cas de dettes sur des entreprises privées, la corrélation entre les dévalorisations est beaucoup plus faible et le montant total de dévalorisation que l'on peut attendre en cas de ralentissement ou de récession reste largement inférieur à celui que l'on a vu sur les *subprime*.

12. Il faudrait, pour sortir des valeurs de référence, une récession très profonde qui de plus compromettrait la valeur de liquidation. Dans ce cas, les CDS emprunteraient le même chemin que les *subprime*, à une échelle abyssale. Ce qui transformerait une récession très profonde en cataclysme.

13. Lorsqu'on réalise la valeur du collatéral d'un *subprime*, on fait face à la perte de valeur suite à la baisse des prix immobiliers, les coûts de transaction et de saisie et les éventuelles dégradations ou pillages que le bien a subi. Au total, ces trois facteurs peuvent amener la valeur résiduelle nette près de 0. Dans le cas d'une obligation sur la dette d'une entreprise privée, les coûts de liquidation sont moindres relativement à l'actif liquidé.

Jusqu'à aujourd'hui, les *CDS* étaient principalement échangés de gré à gré (*Over The Counter, OTC*), les chambres de compensation étant embryonnaires (*CCorp* et *DTCC* sont les principales). Banque d'investissement, *LB* émettait de la dette pour financer des activités d'investissement de toute nature. Son métier était d'assurer le rendement le plus élevé à l'utilisation des fonds levés. En 2007, le passif de *LB* était de plus de 650 milliards de dollars, en hausse de 200 milliards de dollars par rapport à 2006. L'utilisation des *CDS* sur la dette de *LB* présentait l'avantage de pouvoir séparer le risque de défaut du rendement de la dette de *LB*. Les banques d'investissement sont d'ailleurs des candidats rêvés pour la titrisation des risques. L'acheteur de *CDS* sur la dette d'une banque d'investissement parie sur la capacité de cette banque à réaliser au mieux son activité : entreprendre de nombreux projets risqués en incitant à la rentabilité la plus forte possible. Le jour du défaut de *LB*, le montant des *CDS* était estimé à près de 400 milliards de dollars. Ceci signifie que la faillite de *LB* devait se traduire par des transferts de 400 milliards de dollars vers ceux qui avaient souscrit une assurance contre le risque de défaut de *LB*. Un des arguments avancés pour n'avoir pas soutenu *LB* était la mauvaise qualité de ses actifs, ce qui laissait supposer que la valeur nette de *LB* au moment de sa faillite était largement négative, privant les créanciers d'une bonne part de leur dû. Les institutions couvrant les *CDS* sur *LB* aurait eu à les inscrire à une valeur fortement dépréciée (et négative) dans leurs bilans et à en comptabiliser les pertes correspondantes dans leurs résultats. Cette nouvelle dégradation de leurs bilans pouvait les faire basculer dans la zone rouge. Le mouvement de recherche de sécurité a pris un nouveau tour avec la faillite de *LB*. Nouvelles rumeurs, nouvelles liquidations d'actifs, nouvelles restrictions de crédits, la spirale infernale s'est alors emballée.

Dans la semaine du 13 au 17 octobre 2008, la poussière de l'effondrement de *LB* est retombée. Le montant qui devait être transféré a été estimé par *DTCC* à 5,2 milliards de dollars, en tenant compte de la valeur de liquidation de *LB* et du jeu des couvertures et des contre-couvertures (une institution peut détenir un *CDS* sur *LB* couvrant son exposition dans un *CDS* qu'elle a vendu à une autre institution). Soit soixante fois moins que l'estimation initiale. Un montant que le système bancaire et financier, même affaibli, peut absorber.

Entre le 16 septembre et le 16 octobre 2008, c'est plus de 8 600 milliards de dollars qui se sont évaporés sur les marchés d'actions. L'effondrement des places boursières pendant ce mois a laissé des traces bien plus profondes que les 5,2 milliards de dollars qui ont changé de mains après le défaut de *LB*.

Recapitaliser un capitalisme en capilotade ?

La référence à la crise de 1929 s'impose. C'est dans la crise de 1929 que l'on trouve la démonstration de la nécessité d'éviter à tout prix la panique bancaire (le *bank run*). C'est dans l'analyse de la crise de 1929 que l'on a compris l'importance des anticipations récessives quant les actifs se déprécient et que la déflation s'installe. C'est de l'expérience de 1929 que l'on tire la leçon de l'obligation de réponses coordonnées internationalement. C'est depuis la crise de 1929 que l'on sait le soutien nécessaire de la politique monétaire à l'économie. C'est également de l'impuissance des politiques mises en œuvre pour juguler la dépression à l'époque que l'on sait l'importance de la politique budgétaire pour stimuler l'économie face à la trappe à liquidités.

Les leçons de 1929 ont été tirées et inspirent les politiques mises en place. L'interventionnisme public est depuis plus d'un an maximal et prend des formes conventionnelles, comme les instruments habituels de la politique monétaire ou le recours aux politiques budgétaires, et des mesures moins conventionnelles, pour rétablir l'ordre sur les marchés financiers.

Les grandes banques centrales ont amorcé des mouvements de baisse de taux. Le reflux des cours du pétrole et des matières premières, induit par les anticipations de ralentissement de la croissance mondiale, a fait oublier les craintes d'une inflation rampante. La Réserve fédérale a baissé depuis août 2007 ses taux directeurs de 3,75 points. Après une hausse d'un quart de point en juillet 2008, la Banque centrale européenne a initié une baisse de taux, portant son taux directeur à 3,75 points. D'autres mouvements de baisse devraient suivre. La Banque d'Angleterre a également renoncé à ses préoccupations inflationnistes et s'est jointe à la baisse de taux concertée du 8 octobre 2008.

2. L'*Emergency Economic Stabilization Act* de 2008 ou plan Paulson

Pour stopper la nouvelle panique financière qui s'est emparée des marchés depuis le 15 septembre, et contrer la menace d'une rupture du système, un plan de sauvetage a été proposé au Congrès par le Secrétaire du Trésor, Henry Paulson, et le Président Georges W. Bush le 29 septembre. Présenté d'abord sous la forme d'un amendement au projet de loi H.R.3997 et refusé à la Chambre des représentants le 28 septembre, il sera finalement adopté le 1^{er} octobre comme amendement au projet de loi H.R.1424 et sous le nom de « *Emergency Economic Stabilization Act* de 2008 ». La Chambre des représentants est restée malgré tout hésitante avant d'adopter ce plan : 262 pour, dont 171 démocrates, et 171 non, dont 108 républicains. Le projet a pris forme de loi le 3 octobre. Le 14 octobre, à la suite des décisions d'interventions européennes, le gouvernement américain a introduit de nouvelles propositions qui modifient ou approfondissent l'orientation d'origine.

La mesure la plus importante de ce plan de sauvetage porte sur l'ampleur des fonds mis à la disposition du Trésor : 700 milliards de dollars (5 points de PIB) pour assainir le système et rétablir la confiance, sachant que les autorités peuvent immédiatement disposer de 250 milliards de dollars, augmentés de 100 milliards sous notification écrite du Président et présentée au Congrès. Les 350 milliards de dollars doivent faire l'objet d'un vote du Congrès. Par ailleurs, l'État étend sa garantie sur différents types d'actifs. Dans ce cas, les sommes ne seront déboursées qu'en cas de défaut de paiements. Elles ne sont pas comptabilisées dans les 700 milliards de dollars.

Principal objectif : assainir le système financier. Pour cela, le plan prévoit de recapitaliser les banques et de sortir du bilan des banques les actifs dits toxiques, par un programme de rachat.

Concernant le plan de recapitalisation des banques, le Trésor dispose d'au moins 250 milliards dont 125 sont déjà alloués aux neuf principales grandes banques (25 pour Citigroup, autant pour JPMorgan et 20 pour Bank of America). Les autres banques ont jusqu'au 14 novembre pour se manifester, avant de savoir si elles seront ou non éligibles. La recapitalisation prend la forme d'achats d'actions préférentielles ou privilégiées. Ces titres ne portent pas de droit de vote mais garantissent à l'État le versement d'un dividende de 5 %, puis de 9 % au-delà des cinq ans. Visant à rétablir les investissements privés, l'État peut les revendre après trois ans (voire plus tôt s'il trouve un acquéreur pour le même montant). Ces achats ne pourront pas dépasser 25 milliards de dollars, ou 3 % des actifs des institutions concernées. En contrepartie, les dividendes payés aux actionnaires ne peuvent être augmentés, les indemnités des dirigeants sont limitées et les parachutes dorés interdits.

Le reste de l'enveloppement devrait être destiné à l'achat d'actifs toxiques par le Trésor (*Troubled Assets Relief Program-TARP*). Le programme autorise le Trésor à acheter, garantir, détenir et vendre une large variété d'actifs financiers, notamment basés ou liés à des crédits hypothécaires ou commerciaux (*Whole loans and mortgage backed securities*) émis avant le 14 mars 2008. Pour faire face à la complexité des dossiers et superviser les montages, le Trésor a fait appel à PricewaterhouseCoopers LLP and Ernst & Young. Une des questions centrales est le prix d'achat de ces titres à leurs actuels détenteurs, sachant qu'à terme, ils peuvent augmenter ou baisser et donc avoir un impact sur le coût final à supporter par le contribuable.

Le deuxième grand volet du plan porte sur la garantie du Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) offerte aux nouveaux emprunts interbancaires émis d'ici au 30 juin 2009, et ce sur une période de 3 ans. Parallèlement, le plafond de garantie par le FDIC des dépôts bancaires des particuliers est relevé de 100 000 dollars à 250 000 dollars. L'engagement supplémentaire de cette dernière mesure coûterait, selon le Congressional Budget Office (CBO), 700 milliards de dollars.

Troisième grand volet du plan, la Réserve fédérale va mettre en place à partir du 27 octobre un mécanisme de rachat temporaire de billets de trésorerie des entreprises, y compris les non financières (*Commercial Paper*) afin de faciliter les opérations quotidiennes de financement à court terme.

L'*Emergency Economic Stabilisation Act* de 2008, dans sa forme du 3 octobre, prévoit également un certain nombre d'incitations pour la production et la conservation d'énergie. Selon le CBO, le coût serait de 7 milliards de dollars sur la période 2009-2013.

De même, la loi prévoit le renouvellement des mesures fiscales, une extension de l'allègement de l'*Alternative Minimum Tax Relief* pour 2008, et des allègements fiscaux pour les régions dévastées par les catastrophes naturelles du début de l'année. Le coût est estimé par le CBO à 112,3 milliards de dollars sur la période 2009-2013 qui viendrait s'ajouter aux 700 milliards de dollars du plan de sauvetage des banques.

La politique budgétaire aux États-Unis a été également mise à contribution pour soutenir l'économie. L'État américain a injecté 168 milliards de dollars, avec une vitesse qui contredit tous les manuels d'économie. Les chèques sont arrivés au printemps 2008, quelques mois après le vote du Congrès américain. Les sommes ont été dépensées et ont participé à la croissance de l'économie américaine du deuxième trimestre 2008. En Europe, la réaction budgétaire est bien moindre. Les circonstances exceptionnelles ont été invoquées lors du sommet du G4, à Paris le 4 octobre 2008. Elles affranchissent les pays de la zone euro des valeurs de référence du Pacte de stabilité et de croissance et autorisent des dépassements temporaires. Il n'y aura pas de politiques budgétaires restrictives en 2009 en zone euro. En revanche, un plan de relance européen peine à émerger alors qu'aux États-Unis un plan de relance supplémentaire pourrait prendre le relais de celui de janvier 2008, dès le début 2009. Le renforcement des anticipations de ralentissement, les craintes d'une récession forte en Europe et la nécessité politique de compléter le soutien apporté aux banques par un plan pour l'économie non financière peuvent déclencher une relance budgétaire en zone euro. Elle sera probablement tardive, mais les conséquences de la crise financière sur l'économie mondiale peuvent se prolonger au-delà de l'année 2009.

L'activisme conventionnel a donc été largement initié par les États-Unis et finalement suivi par l'Europe. L'activisme non conventionnel s'est imposé devant la crise financière (encadrés 2 et 3).

Les banques centrales se sont substituées aux banques créditrices pour assurer la liquidité du marché interbancaire. Les opérations d'*open market* ont été renforcées par des prises en garantie élargies à des titres dont la valeur est contestée par les marchés. Les banques centrales ont accru leur exposition à l'économie également par des financements à plus long terme du système bancaire. Mais pour autant, elles n'ont pas réussi à ce stade à restaurer la confiance sur le marché interbancaire. Les banques sont toujours contraintes de prendre un risque de taux (et de réputation) important en se présentant au guichet des banques centrales. L'alternative est de restructurer leur financement, acceptant au passage une sérieuse hausse de leur coût de refinancement et en augmentant la pression sur leurs bilans et leurs ratios prudentiels. Les gouvernements de la plupart des grands pays développés ont proposé de garantir les emprunts sur les marchés interbancaires. Les solutions connaissent des déclinaisons locales mais reposent sur le même principe : donner aux banques la certitude que lorsque elles prêtent à 24 heures, à 1 mois ou à 1 an à une autre banque, sans exiger de collatéral, elles récupèrent immédiatement leur créance en cas de défaut (improbable) de la contrepartie. Et cette garantie offerte aux établissements bancaires s'ajoute aux déclarations convergentes des gouvernements sur la protection contre les faillites. La Réserve fédérale américaine a amorcé un

programme de financement direct à l'économie, en se portant acheteuse de certificats de dépôt émis par des entreprises non financières.

Le Trésor américain a mis en place une structure de défaisance (*Toxic Assets Relief Program, TARP*) pour racheter à un prix qui reste à définir les actifs à risque (et en lien avec les *subprime*) aux institutions financières opérant sur le territoire américain. Des fonds de recapitalisation publics sont mis en place dans les différents pays pour apporter aux banques des soutiens directs, alors que les sources de capitaux se tarissent. Les conditions exactes de ces recapitalisations sont mal définies et l'équilibre entre les intérêts des actionnaires, des clients des banques ou des contribuables est loin d'être trouvé, mais le schéma de recapitalisation prend la forme d'un prêt non exigible, *via* des titres subordonnés ou « capital hybride » selon la terminologie de Bâle, qui renforce les fonds propres des banques sans modifier le pouvoir des actionnaires sur la conduite des affaires. Enfin, les banques ou les institutions financières en difficulté sont sous la surveillance des autorités économiques qui tâchent d'organiser les recapitalisations ou les reprises en cas de menace de faillite. Northern Rock a été nationalisée par le gouvernement anglais, Bear Stearns a été absorbée par JP Morgan Chase avec la garantie du Trésor américain pour 30 milliards de dollars, AIG a été nationalisée et a obtenu une ligne de crédit de 85 milliards de dollars garantie par le Trésor américain, Freddy Mac et Fanny Mae ont été mis sous tutelle et leur bilan a été garanti publiquement à hauteur de 200 milliards de dollars. En Europe continentale, UBS, Dexia, Fortis ou Hypo Real Estate ont bénéficié de soutiens publics pour échapper à la faillite.

3. Plans de sauvetage bancaire en Europe

Faisant suite au Plan Paulson voté aux États-Unis et face aux problèmes rencontrés par plusieurs banques européennes fin septembre et début octobre (Fortis, Dexia et Bradford and Bingley), les dirigeants européens ont à leur tour décidé de se concerter début octobre pour calmer les marchés financiers et les épargnants. Le premier accord est intervenu le 6 octobre 2008 entre les ministres des Finances de l'Union européenne sur un relèvement à 50 000 euros, contre 20 000 actuellement, du plafond de garantie des dépôts bancaires au niveau européen. Par la suite, de nombreux États membres ont porté ce minimum à 100 000 euros, voire annoncé la garantie illimitée des dépôts (tableau E1). Un accord de principe a été trouvé le 12 octobre 2008 entre les pays de la zone euro afin d'aider les banques à continuer de financer l'économie. La mise en place de ce plan européen, qui s'appuie sur celui présenté quelques jours plus tôt par Gordon Brown pour les banques britanniques, en plus de soutenir des banques européennes qu'on a longtemps crû à l'abri, a influé en retour sur les modalités d'action du plan Paulson.

Le plan européen du 12 octobre fixe six objectifs qui devront être ensuite déclinés au niveau de chaque État.

- assurer des liquidités suffisantes aux institutions financières (1),
 - faciliter le financement des banques (2),
 - apporter aux institutions financières les ressources en capital nécessaires pour qu'elles continuent à financer l'économie (3),
 - recapitaliser les banques en difficulté (4),
 - assurer plus de flexibilité dans les circonstances actuelles au regard des règles comptables (5),
 - renforcer les procédures de coopération entre pays européens (6).
1. Le premier point concerne les interventions de la Banque centrale européenne : la baisse des taux directeurs, l'amélioration des conditions de refinancement et la hausse des financements à long terme des banques. Ces actions ont été jugées positives par les pays qui encouragent aussi l'introduction de nouvelles règles en matière de collatéral (éligibilité des billets de trésorerie en particulier).
 2. En plus des mesures de refinancement de court terme de la BCE, les pays européens veulent faciliter le financement à moyen terme des banques, via l'achat d'actifs de qualité ou à travers l'échange de titres d'État. Les États pourront aussi fournir pour une période définie leur garantie ou une assurance sur les nouvelles émissions des banques (avant fin 2009) pour des durées allant jusqu'à 5 ans. Ils pourront aussi acquérir directement ces émissions. Ces critères s'appliquent aux banques opérant sur chacun des territoires.
 3. Les États peuvent allouer des fonds propres aux établissements financiers, via des actions de préférence ou des obligations émises par ces établissements, sans que leur capital ne se trouve dilué (c'est-à-dire sans diminution du droit de vote pour les actionnaires actuels). Ces mesures visent à renforcer les ratios de solvabilité des banques, via l'apport de fonds propres supplémentaires.
 4. Les États s'engagent à ne pas laisser d'institution financière faire faillite. Pour cela, des recapitalisations sont possibles.
 5. Concernant les titres pour lesquels le marché ne fonctionne plus et donc pour lesquels il n'y a plus de valorisation possible dans le bilan bancaire, l'utilisation par les banques de leurs modèles tenant compte des risques de défaut pour évaluer leur prix devrait être rendue autorisée à court terme dans les différents pays.

Le tableau E2 résume les garanties accordées par les différents États à leurs banques sur les nouvelles créances émises. Le tableau E3 indique les montants maximaux qui devraient être déboursés à court terme par les différents pays soit pour recapitaliser leurs banques, soit pour leur acheter des titres de dette qu'elles émettent, soit pour leur acheter des actifs.

E1. Interventions de sauvetage du système financier : Garanties sur les dépôts

	France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni	Espagne	Pays-Bas	Irlande	Belgique
AVANT	70 000 euros	70 000 euros	103 000 euros par fonds interbancaire	43 000 euros	20 000 euros	20 000 euros	20 000 euros	20 000 euros
APRÈS	70 000 euros	Garantie illimitée Coût potentiel 1600 milliards	Garantie complémentaire de l'État pendant 36 mois	62 000 euros	100 000 euros	100 000 euros	Garantie illimitée	100 000 euros

E2. Interventions de sauvetage du système financier : Garanties sur les prêts interbancaires

France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni	Espagne	Pays-Bas	Portugal	Irlande
320 milliards garantie sur créances émises par les banques	400 milliards garantie sur prêt interbancaires à court terme (20 milliards provisionnés dans budget de l'État)	20 milliards de garantie du Trésor sur créances émises avant 2009 par les banques Banque d'Italie fournit 40 milliards pour ligne de financement spécial auprès BCE	312,5 milliards pour nouvelles créances de court-moyen terme émises par les banques + 125 milliards pour permettre échange d'actifs non liquides contre bons du Trésor	100 milliards garantie sur nouvelles créances émises par les banques	200 milliards garantie sur prêt interbancaire	20 milliards garantie sur prêt interbancaire	400 milliards garantie sur dettes des 6 principales banques nationales ainsi que des banques étrangères avec présence « significative » sur territoire

E3. Interventions de sauvetage du système financier : Recapitalisation des banques et rachat d'actifs (milliards d'euros et points de PIB)

France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni	Espagne	Pays-Bas	Belgique
40 milliards pour recapitalisation par titres de la dette subordonnée (dont 10,5 milliards pour les 6 principales banques)	100 Fonds d'État dont 20 milliards pour rachat d'actifs risqués	Possible pour banques en crise avec actions de préférence	62,5 milliards pour améliorer ratios des banques (Tier-One) dont 46 pour sauver 3 banques (RBS, HBOS, Lloyds)	50 milliards pour rachat d'actifs	20 milliards	4,7 milliards
2 points de PIB	4 points de PIB	Pas de chiffrage	3,4 points de PIB	4,5 points de PIB	3,4 points de PIB	1,3 point de PIB

Source : Données communiquées par les gouvernements des pays cités.

Au final, seules les mesures de recapitalisation et de rachat d'actifs devraient à court terme entraîner une hausse de la dette publique brute des administrations publiques. Cet effet est pour l'instant estimé à 2 points de PIB au maximum en France si tous les fonds mis à disposition sont utilisés, à 4 points de PIB en Allemagne, à 3,4 points au Royaume-Uni comme aux Pays-Bas, à 4,5 points en Espagne et à 1,3 point en Belgique. Sur ces 7 pays, ces mesures coûteront donc 3,3 points de PIB en moyenne. Pour mémoire, aux États-Unis, le plan de 700 milliards de dollars correspond à 5 points du PIB américain. Les sommes en jeu sont donc moins élevées en Europe pour le moment. L'impact final pour le contribuable ne sera connu que quand les marchés fonctionneront à nouveau normalement et que les États pourront se défaire de leurs actifs, être remboursés de leurs prêts ou sortiront du capital des banques. Quant aux garanties tant des dépôts des ménages que des crédits interbancaires ou des obligations émises par les banques, elles seront indolores sur les finances publiques, sauf si des faillites ont lieu, ce que justement les mesures actuelles visent à éviter.

Le paradoxe du désendettement

La leçon de 1929 a été tirée. La réaction à la crise est rapide et déterminée. Cela ne suffit cependant pas à enrayer les enchaînements dépressifs qui sont en cours. Les solutions héritées de 1929 sont le fruit d'une analyse *a posteriori* qui reste débattue. Le poids du secteur public, que l'on imagine plus facilement à l'abri de la mécanique infernale des bilans, est plus grand qu'il y a 79 ans, mais la financiarisation et la dépendance au système de paiement dématérialisé est plus importante qu'en 1929. Les interdépendances des systèmes financiers sont plus profondes, les pôles de pouvoir sont plus nombreux. Et comme en 1929, les solutions proposées ont toujours un temps de retard sur l'avancée de la crise.

Supposons que les plans de sauvetage des systèmes bancaires et financiers fonctionnent. Le marché interbancaire fonctionnerait à nouveau, permettant aux banques de refinancer leurs activités. Les recapitalisations acceptées par toutes les banques en même temps résoudraient le dilemme de la stigmatisation de l'institution qui signalerait ses difficultés en se présentant au *guichet de la honte*. Les recapitalisations présentes et éventuellement à venir écarteraient le risque de faillite des institutions financières.

Pour autant, l'économie des pays développés ne serait pas relancée. La dette privée fait peur, qu'elle soit due par des agents risqués (les ménages *subprime*) ou moins risqués (toute entreprise qui fait face à des difficultés temporaires). Les banques échaudées seraient plus regardantes. Plus contrôlées et régulées, elles se feraient moins concurrence et chercheraient en même temps à réduire leur exposition au risque. Les

agents qui détiennent de l'épargne chercheraient des placements sûrs, qu'ils soient des particuliers ou des fonds de pension. La pression de désendettement est forte, elle contraint les investissements et la consommation. Elle implique un ralentissement macroéconomique.

C'est là le paradoxe du désendettement. En cherchant à réduire leurs ratios d'endettement en même temps, les agents pèsent sur l'activité. Et le freinage de l'activité atténue ou annule la réduction recherchée initialement. La recherche de cet objectif, qui s'éloigne au fur et à mesure qu'on essaye de s'en rapprocher, peut installer les économies développées sur une trajectoire de croissance faible pendant plusieurs années. Elle peut se doubler d'une déflation qui renforcera encore le processus dépressif.

Face à la contraction des dettes privées, la seule solution est un plan de relance budgétaire. Macro-économiquement, il s'agit simplement de substituer à la dette privée que personne ne veut détenir une dette publique que tout le monde recherche. Micro-économiquement, ce qui a été fait par le développement de l'État-providence dans les années d'après-guerre reste à inventer aujourd'hui.

Le tour de l'économie non financière

Selon le scénario gris, l'économie mondiale s'engagerait dans un ralentissement prononcé, entraîné par une récession aux États-Unis. S'y ajouteront un tassement de la croissance des pays émergents – touchés à des degrés divers par la crise financière mais surtout impactés par le fort ralentissement de la demande adressée par les pays riches, moteur de leur croissance passée devenu frein de leur croissance future – et le retour de l'atonie de la zone euro, après la rémission de 2006-2007.

Les États-Unis profiteront du plan de relance mis en place par l'administration Bush, mais ses effets positifs avérés au premier semestre 2008 n'empêcheront pas la survenue de deux trimestres consécutifs de recul du PIB dans la seconde moitié de l'année. En dégradant l'acquis de croissance, cette récession se traduira par une croissance en moyenne annuelle en 2009 de 0,4 %. Avec une croissance de 1,1 % en 2008 contre 1,4 % pour les États-Unis, la zone euro perdra l'avantage de l'écart de croissance positif avec les États-Unis apparu en 2007, respectivement 2,6 contre 2 %. La réactivité de la politique économique aux États-Unis, dont la zone euro est dépourvue, sera à l'origine de cette meilleure performance en 2008. Mais les tendances dépressives outre-Atlantique, plus accentuées qu'en Europe car conduites par une crise immobilière plus aiguë, retrouveront leur plein effet une fois dissipées les impulsions du plan de relance. L'économie américaine stagnerait quasiment en 2009, quand la zone euro bénéficiera d'une croissance un peu meilleure, 0,8 %.

Le ralentissement des grandes économies industrialisées pèsera sur la croissance des pays émergents, entraîné par les BRIC (Brésil, Russie, Inde,

Chine), d'abord par le canal traditionnel du commerce extérieur. Ensuite, même si la crise financière y est moins virulente que dans les pays développés, il est peu probable que ces pays passent complètement au travers de turbulences qui revêtent un caractère mondial. Mais les économies émergentes resteront nettement plus dynamiques que les économies développées, profitant notamment de réformes mises en place pour soutenir la demande intérieure. Au total, la croissance dans les pays émergents passerait de 8 % en 2007 à 6,5 % en 2008 et à 5,9 % en 2009, un rythme d'expansion sensiblement plus élevé que dans les pays développés, 1,3 en 2008 et 0,7 % en 2009.

Les États-Unis : le cœur de la crise

Epicentre du tremblement de terre financier mondial, l'économie américaine n'a résisté qu'en apparence au premier semestre 2008, et sera rattrapée par la crise dans les mois à venir.

Les bonnes performances du premier semestre (+0.2 % et +0.8 % aux premier et deuxième trimestres) ont été artificiellement entretenues par le plan de relance appliqué à partir du 28 avril 2008. La distribution de presque 90 milliards de dollars aux ménages américains a ainsi tiré la consommation tout en permettant un léger redressement du taux d'épargne. Mais dans le même temps, la dégradation du marché du travail (le taux de chômage est passé de 4,8 % en février à 6,1 % en août, et les revenus du travail ont baissé de 0,3 % au deuxième trimestre) et la poursuite de la crise immobilière annoncent un net ralentissement pour les 3 prochains trimestres, qui se traduira par une croissance de 1,6 % en 2008 et de 0,8 % en 2009.

Une fois les effets du plan de relance épuisés, les ménages seront handicapés par un revenu disponible réel amoindri, une inflation en forte hausse, et seront contraints de se désendetter par le gel des emprunts hypothécaires. La crise immobilière, qui a conduit à une baisse de 15 % des prix immobiliers en un an, devrait perdurer jusqu'à la fin de l'année, avant un rétablissement progressif courant 2009. La consommation des ménages ne devrait donc progresser que de 0,9 et 0,3 % en 2008 et 2009, après 2,8 % en 2007. Dans ces conditions, les entreprises adapteront leurs capacités productives à la contraction des débouchés, et devront trouver une alternative au crédit bancaire si les tensions sur le marché interbancaire perduraient. Elles seront donc amenées à réduire leur investissement à l'horizon de notre prévision (+1,5 % en 2008 et -6,5 % en 2009). L'amélioration du commerce extérieure due à la forte dépréciation du dollar au cours des dernières années devrait pourtant tenir les États-Unis à l'abri de la récession, avec l'appui, à partir de la mi-2009, de la reprise de la demande intérieure et du marché immobilier.

L'Europe n'amortit pas le choc

La plupart des pays de la zone euro n'échapperont pas non plus au ralentissement, la zone ne croissant que de 1,2 % en 2008 et 1 % en 2009.

Parmi les grands pays, l'Allemagne se distingue pourtant. Avec une croissance de 1,7 % en 2008 et de 1,3 % en 2009, elle devrait jouer le rôle de stabilisateur au sein de la zone. Comme tous les pays de la zone euro, l'Allemagne a été affectée par le ralentissement de la consommation des ménages consécutif à la poussée d'inflation enregistrée au premier semestre 2008. Championne européenne du commerce extérieur, elle pâtit également du ralentissement de la demande mondiale, comme le montrent déjà les indicateurs de commandes étrangères. Cependant, elle devrait mieux résister aux turbulences internationales que ses partenaires européens : d'abord grâce à la solidité de la situation de ses entreprises, que le redressement du taux de marge depuis 2000 et la politique de désendettement mettent à l'abri du durcissement des conditions de financement externe. Ensuite, l'inertie du cycle immobilier allemand durant la phase d'exubérance qui a marqué les autres pays européens devrait en contrepartie la protéger du retournement attendu ailleurs. En outre, le redémarrage des salaires, après presque une décennie de contraction, contribuera à assurer à l'Allemagne l'une des meilleures performances de la zone.

Le retournement conjoncturel sera en revanche beaucoup plus brutal dans les autres grands pays de la zone. Outre le ralentissement de la consommation des ménages consécutif à l'accélération de l'inflation, le retournement des anticipations d'évolution de la demande et le durcissement des conditions d'emprunt ont fortement pesé sur l'investissement productif, qui s'est infléchi au deuxième trimestre 2008 et devrait poursuivre sa dégradation à l'horizon de la prévision. En effet, la baisse du taux d'autofinancement des entreprises européennes – à l'exception de celui des entreprises allemandes – les exposera à une contrainte de désendettement en cas de concurrence accrue sur les sources de financement et de retournement des rentabilités relatives des actifs ayant permis l'effet de levier. Si l'Allemagne voit son taux d'investissement augmenter à l'horizon de la prévision, l'ajustement à la baisse de l'accumulation du capital en France et en Espagne et sa stabilisation en Italie conduiront à une légère contraction dans la zone euro.

Par ailleurs, les pays dont la croissance avait été tirée par le dynamisme immobilier depuis la fin des années 1990, comme la France, l'Italie, ou plus encore l'Espagne et l'Irlande, devraient subir durement les conséquences de la crise financière. Le resserrement de la politique monétaire entamé à la fin de 2005, conjugué aux effets de la crise financière sur la distribution du crédit par les banques, a provoqué un retournement du marché immobilier dans ces pays, qui devrait avoir de lourdes conséquences. D'abord, il pèsera sur l'investissement en

logement. Ensuite, il aura des conséquences sur le marché du travail de ces pays, par le biais de destructions d'emplois dans le secteur de la construction, et pèsera donc sur la consommation des ménages, déjà handicapée par l'inflation du premier semestre.

Même constat au Royaume-Uni, dont la croissance ralentirait très fortement à l'horizon de notre prévision (+1 % et +0,2 % en 2008 et 2009). À la hausse mondiale des prix s'est ajoutée en Grande-Bretagne la dépréciation de la livre sterling, poussant l'inflation à 4,7 % au mois d'août 2008, ce qui a pesé sur la consommation, contrainte en outre par le fort endettement des ménages. Le pays a été particulièrement touché par le retournement immobilier (avec une baisse de 12 % sur un an en août 2008 des prix immobiliers), et la contraction de l'investissement en logement devrait se poursuivre à l'horizon de la prévision. Comme en zone euro, le retournement des perspectives économiques ainsi que le resserrement du crédit mettront un frein à l'investissement productif, mais la réaction des autorités britanniques à la crise bancaire que connaît le pays depuis la nationalisation de Northern Rock va dans le sens d'un retour progressif à la normale dans le secteur financier.

Les pays émergents

Forts de fondamentaux beaucoup plus solides que lors du ralentissement de la fin des années 1990, les pays émergents ont à ce jour bien résisté à la crise financière internationale. Pour autant, la thèse du découplage semble aujourd'hui mise à mal par les signes de ralentissement économique, et par l'extrême volatilité des bourses dans ces pays. *Via* la dégradation de la demande mondiale et le resserrement des conditions de crédits, leurs économies devraient être affaiblies à l'horizon de notre prévision.

Tirant les leçons des crises précédentes, nombre de pays émergents ont largement réduit leur dépendance aux capitaux étrangers au cours des années 1990, et les pays d'Amérique latine, comme ceux de la CEI, conjuguent aujourd'hui excédents courants, investissements directs étrangers massifs et accumulation d'importantes réserves de change.

Les pays détenteurs de ressources naturelles, tels que la Russie ou le Brésil, ont ainsi profité du prix des matières premières pour rétablir leur balance courante et se constituer d'importantes réserves de change. Fortes de systèmes bancaires assainis, ces économies ont eu les moyens pour l'instant de prendre les mesures qui s'imposaient pour parer à la tornade financière et aux rapatriements massifs de capitaux étrangers : la Banque centrale brésilienne a ainsi irrigué le marché interbancaire et soutenu les banques en difficulté. Tandis que le gouvernement russe a décidé de faciliter l'accès aux crédits des banques et des entreprises russes, fortement endettées à l'étranger. Néanmoins, la dégringolade depuis juillet 2008 des bourses russe, - 60 %, et brésilienne, - 40 %, et les

importantes sorties de capitaux pèseront sur les économies de ces pays émergents. Surtout, le principal risque qui pèse sur ces pays exportateurs réside dans la baisse des prix des matières premières, qui devrait être accentuée par le ralentissement mondial. Les produits primaires représentent ainsi plus de 70 % des exportations du Venezuela, de la Bolivie et de l'Équateur. Dernière source de ralentissement, le dynamisme de la demande intérieure dans ces pays a renforcé la hausse des prix alimentaires et énergétiques, et l'inflation y dépasse partout les 15 %. Si le ralentissement des prix des matières premières devait contribuer à apaiser les tensions sur les prix, la plupart des pays d'Amérique latine devraient cependant être contraints à procéder à des resserrements monétaires.

Les pays d'Europe centrale, en revanche, semblent globalement plus sensibles que les précédents aux aléas des économies occidentales et demeurent très exposés à la fois à un ralentissement de la demande mondiale et aux désordres bancaire et financier internationaux. Les nouveaux pays membres (NPM) de l'Union européenne ne bénéficient pas d'importantes ressources naturelles, et présentent souvent de très forts déficits courants, les exposant aux mouvements de capitaux étrangers et les rendant vulnérables au durcissement des conditions de crédit. Les pays baltes sont ainsi d'ores et déjà entrés en récession, à la suite du retournement immobilier engendré par les difficultés d'accès au crédit. Si les principaux NPM bénéficient aujourd'hui de fondamentaux solides, la Roumanie, la Bulgarie ou encore la Hongrie présentent encore des déséquilibres externes importants, financés par de l'endettement externe. Si nous ne retenons pas le scénario de fuites massives de capitaux et d'attaques sur le marché des changes, ces pays restent cependant vulnérables à l'évolution de la crise financière et devraient ralentir nettement, à 3,9 et 2,6 % en 2008 et 2009 (contre 6,1 % en 2007).

Riches en main-d'œuvre plus qu'en matières premières, les pays asiatiques, au premier rang desquels la Chine, ont eux aussi fondé leur croissance sur des excédents commerciaux massifs. Comme les pays exportateurs de matières premières, ils ont souffert au premier semestre de l'accélération de l'inflation, renforcée par une demande intérieure extrêmement dynamique. En revanche, ces pays semblent moins exposés à la crise financière mondiale, leur secteur bancaire étant encore très peu développé. C'est donc essentiellement le ralentissement de la demande mondiale et l'appréciation de leurs monnaies à la suite du ralentissement américain qui pèseront sur les économies asiatiques. Elles conserveront néanmoins les taux de croissance les plus élevés du monde à l'horizon de notre prévision (en 2008 et 2009, +9,9 et + 9,2 % pour la Chine, + 7,6 % et + 7,3 % pour l'ensemble de la zone).

Risques : le pire est possible

La faillite de Lehman Brothers le 15 septembre pourrait avoir des conséquences plus néfastes encore que celles envisagées dans nos deux scénarios centraux. Il est en effet possible que les plans américain et européen de sauvegarde du système financier échouent, ce qui déboucherait sur une grave crise bancaire et financière. Au lieu de restaurer la confiance, les nouvelles aides seraient paradoxalement un facteur de dégradation car interprétées comme le signe de la gravité réelle de la situation. Pourrait s'en suivre à brève échéance une crise de confiance dans le dollar et un mouvement de panique bancaire. Cela déboucherait à plus long terme, c'est-à-dire au-delà de 2009, à faire sombrer les économies américaines et européenne dans la récession et la déflation.

Une nouvelle dépréciation des actifs des banques commerciales serait le principal déclencheur de ce scénario noir. Ces pertes mettraient en évidence l'insuffisance des garanties apportées par les États, en particulier en ce qui concerne les plafonds prévus pour la recapitalisation des banques. À l'image du tonneau des Danaïdes¹⁴, les plans de sauvetage seraient assimilés à un gouffre financier sans fond qu'il faudrait sans cesse abonder pour empêcher l'effondrement du système bancaire. La crise de confiance dans le système bancaire pourrait être aggravée par l'apparition de dissensions sur les remèdes à apporter à la crise entre l'Europe et les États-Unis, ou au sein de l'Europe elle-même.

La faillite d'un *Hedge fund* (fonds spéculatifs ou alternatifs), d'un *LBO* (*leveraged buy-out*), d'un assureur ou d'un fond de pension constitue des risques importants de nouvelles pertes pour les banques commerciales. Les fonds alternatifs rencontrent des difficultés à la suite de l'augmentation des demandes de rapatriement des capitaux de la part de leurs investisseurs. Les *LBO* souffrent de la restriction du crédit tandis que les assureurs et les fonds de pension subissent des pertes importantes liées à l'augmentation des défauts de paiement. Or, il existe des « relations circulaires » entre le système bancaire et ces organismes financiers périphériques qui sont une source potentielle de risque systémique.

Par exemple, les banques apparaissent fortement liées aux *Hedge funds*. Pour ne pas supporter le risque de défaut sur les crédits qu'elles accordent, elles sortent leur créance de leur bilan en les revendant à des structures juridiques chargées de les titriser. Ainsi sont émis notamment les *CDS* (*credit default swap*) ou les *CDO* (*Collateralized debt obligations*). Le rendement de ces nouveaux titres dépend du risque de défaut estimé puisqu'ils ne rapportent rien en cas de défaut avéré. Du fait de leur rendement attractif, ils ont largement attiré les fonds spéculatifs. En

14. Après avoir assassiné leurs époux le soir de leurs noces, les cinquante filles du roi Danaos (les Danaïdes) sont condamnées à remplir indéfiniment un tonneau percé.

théorie, l'augmentation des défauts de remboursement devrait affecter les *Hedge funds* et non les banques. Sauf que les *Hedge funds* spéculent entre autres sur ces titres de créance avec l'argent des banques et ceci de deux manières. D'une part, les banques, en particulier d'investissement telles que Lehman Brothers, font partie des investisseurs des *Hedge funds*. En 2005, elles représentaient 18 % de l'apport des fonds alternatifs (Aglietta et Rigot, 2008¹⁵). D'autre part, les fonds spéculatifs accroissent leur rendement en augmentant les volumes de transaction grâce à des prêts contractés auprès des banques. L'effet de levier moyen par l'endettement est estimé à un facteur 3 : pour un dollar investi dans le fond, ce dernier se voit accorder un prêt de 3 dollars (Aglietta et Rigot, 2008). Une autre relation circulaire apparaît si la banque crée des titres à partir des créances sur les *Hedge funds* que ces derniers peuvent éventuellement racheter.

Les banques ne sont pas non plus à l'abri d'une défaillance d'un *LBO*, d'un assureur ou d'un fond de pension puisque des liens circulaires similaires existent. *A priori*, les banques d'investissement apparaissent les plus exposées puisqu'elles sont spécialisées dans les prêts aux *Hedge funds* et aux *LBO*. Mais avec le développement de l'intermédiation financière, les banques commerciales le sont aussi plus ou moins directement : placement direct dans des fonds spéculatifs, prêts aux banques d'investissement, garanties donnée à des prêts accordés à des *LBO*, etc.

L'effondrement du dollar

Au plus bas le 15 juillet 2008, où 1 euro permettait d'acheter 1,6 dollar, la monnaie américaine s'est régulièrement appréciée au cours de l'été. Fin octobre, le taux de change est descendu à 1,30 dollar par euro, soit une dépréciation de 18,8 % de l'euro par rapport au dollar. Sur la même période, le yen s'est apprécié de 3,7 % par rapport au dollar.

Cette appréciation du dollar par rapport à l'euro provient des incertitudes autour de l'ampleur de la crise financière en Europe et mais aussi du désir des agents de détenir des actifs liquides considérés comme sûrs dans le contexte de la crise financière. Toutefois, un effondrement du dollar ne peut être exclu, compte tenu des déséquilibres cumulés par l'économie américaine : solde courant et position extérieure nette fortement dégradée. La chute pourrait être amplifiée par le désir des pays émergents et du Japon de diversifier leur réserve de change et de maîtriser l'appréciation de leur propre monnaie. La zone euro serait aussi touchée du fait de la perte de compétitivité et de la crise de confiance dans ses institutions financières.

15. Aglietta M. et S. Rigot (2008) : « La réglementation des *Hedge funds* face à la crise financière : une contribution au débat », *Mimeo*, Congrès AFSE 2008, téléchargeable sur www.afse.fr.

Si le plan Paulson ne parvenait pas à juguler la crise financière, il est possible que cette dernière débouche sur une crise de confiance dans le dollar, les agents anticipant que les déséquilibres accumulés par l'économie américaine nécessitent une correction. Depuis le début des années 1990 où il était quasiment nul, le déficit courant américain s'est régulièrement dégradé. Malgré la dépréciation en termes réels du dollar par rapport à l'euro de plus de 35 % entre 2001 et 2006, le déficit courant a augmenté de 2 points pour atteindre 6 % du PIB. Le recul de 0,7 point n'est intervenu qu'en 2007. En conséquence, la position nette extérieure des États-Unis s'est fortement dégradée. Elle est supérieure de plus de 15 point de PIB par rapport à son niveau des années 1990. À cela s'ajoute la fin des excédents budgétaires depuis 2001 et son corolaire la hausse de la dette publique : + 7 points de PIB entre 2001 et 2007. La tendance est amenée à se poursuivre en 2009 compte tenu des mesures budgétaires prises en soutien de la demande et de la montée en régime du plan Paulson.

Les expériences récentes d'effondrement de monnaie, consécutif à un endettement extérieur jugé trop lourd par les intervenants financiers, ont eu lieu dans des économies émergentes mal armées pour défendre leurs monnaies (Mexique, Turquie, Argentine, etc.). La spirale de dépréciation s'enclenche après plusieurs phases de baisse de la monnaie lorsque les anticipations de change s'orientent à la baisse. Les opérateurs liquident leurs actifs libellés dans la monnaie en question craignant les futures dévaluations. Ils alimentent ainsi la baisse du change et nourrissent des anticipations de change encore plus basses qui poussent à de nouvelles liquidations. On assiste à un sur-ajustement (*over-shooting*) de la monnaie souvent démesuré par rapport au déséquilibre initial de la balance courante.

La situation économique est d'autant plus critique que l'effet favorable de la dévaluation sur le commerce extérieur intervient avec retard. Le pays débiteur n'ont que les inconvénients de la dévaluation. Une augmentation des taux d'intérêt est nécessaire pour continuer à financer l'économie. Elle est généralement rapide et importante car elle doit être suffisante pour compenser les pertes liées aux dépréciations anticipées de la monnaie. Elle peut être accentuée par la hausse de l'inflation importée qui annule par ailleurs une partie des gains de compétitivité.

La hausse du coût du crédit conduit généralement à un brutal ralentissement de l'économie que la politique budgétaire ne peut contrer car elle est bridée par le resserrement concomitant de la contrainte d'endettement de l'État. Les autorités économiques sont alors confrontées à un dilemme : (1) continuer à soutenir l'activité par l'endettement, au risque de plus en plus important de devenir insolvable ; (2) laisser le pays sombrer dans la crise afin de restaurer leur crédibilité. Dans un premier temps, elles essaient la première alternative mais se résignent à la seconde quand apparaît l'hyperinflation.

Le statut particulier du dollar protègent les États-Unis d'un tel scénario catastrophe. Elle est la principale monnaie de transaction internationale, 64 % des réserves sont libellées en dollar, de nombreux actifs sont détenus en dollar. Dans le contexte d'une crise financière, beaucoup d'actifs libellés en dollar sont liquides et jugés sûrs car ils bénéficient de protections juridiques supérieures à celle des actifs des nombreux pays émergents. Par ailleurs, l'économie américaine, qui représente près de 30 % du PIB mondial, a une influence importante sur les performances de l'économie mondiale. De ce fait, les agents économiques ont confiance dans les actifs libellés en dollar et n'imaginent pas que le dollar connaisse une crise durable comme ce fut le cas pour le rouble ou le peso. Les importantes dépréciations des monnaies russe, brésilienne et asiatiques (Corée, Singapour et Inde) par rapport au dollar depuis l'été semblent confirmer le rôle de valeur refuge des actifs américains.

Ce statut privilégié du dollar n'est pas immuable. L'euro, qui bénéficie de la réputation de stabilité héritée de celle du mark allemand et garantie par les critères de Maastricht, est une monnaie de réserve alternative qui peut venir le concurrencer. Une crise, dont l'issue serait jugée incertaine, peut pousser un certain nombre d'agents à basculer, par prudence, sur des actifs en l'euro. Le Japon et la Chine, dont la part dans les titres publics américains détenus par des étrangers représente respectivement 25 % et 20 %, pourraient choisir d'accentuer la diversification de leur créance entreprise depuis plusieurs années.

Privé de ses soutiens, le dollar décrocherait entraînant des anticipations de baisse et un scénario proche des crises de change des pays émergents, à la différence que l'impact sur l'économie mondiale serait plus néfaste. La hausse des taux d'intérêt empêcherait le redémarrage économique et aggraverait la crise immobilière. Elle rendrait coûteux le recours au déficit public et à l'endettement. Elle pèserait aussi sur les banques et nécessiterait l'apport de nouvelles garanties avec le risque de panique bancaire que cela induirait.

L'Europe et le Japon seraient immédiatement affectés par l'effondrement du dollar via leurs institutions financières dont les placements en dollar dégraderaient le bilan. Pourrait s'en suivre une crise de confiance et une panique bancaire. À moyen terme, le commerce extérieur de ces pays se dégraderait à la suite de l'appréciation de leur monnaie. Le Japon retomberait en déflation.

Enfin, les pays émergents souffriraient du ralentissement mondial, leur modèle de croissance s'appuyant sur leurs exportations. L'appréciation de leur monnaie par rapport au dollar aggraverait cette situation. Ces pays, en particulier la Chine et les pays producteurs de pétrole, verraient fondre la valeur de leurs actifs et de leurs réserves de change. Ces excédents passés accumulés leur permettraient néanmoins de soutenir leur économie.

La panique bancaire

Une panique bancaire ou ruée bancaire (*bank run*) constitue une autre conséquence possible de la crise financière. Il s'agit le plus souvent d'un phénomène auto-réalisateur. Craignant que leur banque ne devienne insolvable à la suite d'une mauvaise nouvelle, un grand nombre de clients décide soudainement de retirer leurs dépôts ou leur épargne. Les images de files d'attente aux agences bancaires accentuent la panique : par mimétisme les demandes de retrait augmentent. En l'absence de soutien des autres banques ou de garantie étatique, la banque devient effectivement insolvable.

Ce mécanisme, qui rappelle les heures sombres de la crise de 1929, s'est produit en septembre 2007 au Royaume-Uni, où en 3 jours les clients de la banque Northern Rock ont retiré 12 % des montants déposés. Pour arrêter l'hémorragie, le gouvernement britannique a été contraint de garantir 100 % des dépôts puis de nationaliser la banque en février 2008.

Bien qu'ils ne soient pas de nature à déstabiliser le système bancaire, certains mouvements de capitaux depuis le 15 septembre s'apparentent bien à des phénomènes de panique bancaire. Par exemple, on assiste à un phénomène « d'écêtement » par lequel des agents retirent de leur banque la partie de leur dépôt supérieure à la garantie des États afin de la placer dans une autre banque. L'argent ne quittant pas le système bancaire, ces opérations sont théoriquement neutres pour chaque banque : les retraits sont *grosso modo* compensés par les dépôts. L'apport de garantie illimitée par un grand nombre d'États devrait par ailleurs considérablement faire baisser ce type d'opérations.

De manière plus préoccupante, on observe des fuites du système bancaire car certains agents semblent préférer détenir de l'argent ou des actifs liquides plutôt que des dépôts bancaires. C'est ce que suggère l'attrait grandissant pour les bons du Trésor américain à 1 et 3 mois sur le marché secondaire après le 15 septembre. Achetés initialement un certain montant, ces bons arrivés à échéance garantissent pour leur détenteur ce même montant plus un intérêt. Après le 15 septembre, ces bons étaient échangés à leur valeur d'échéance sur le marché secondaire, leurs nouveaux propriétaires renonçant aux intérêts entre la date d'achat et la date de maturité. N'étant plus rémunérés, ces bons sont strictement équivalents à de la monnaie papier. Ils présentent toutefois l'avantage d'être plus sécurisés et plus faciles à transférer lorsque les montants sont élevés. Par rapport au dépôt, les bons du Trésor ont aussi l'avantage d'être insaisissables et donc de pouvoir être transférés dans une autre banque en cas de faillite.

Jusqu'à présent les mouvements de ruée bancaire ont donc été limités et il est probable que le plan Paulson et les mesures prises de manière coordonnée par les pays de l'Union européenne le 5 octobre suffisent à

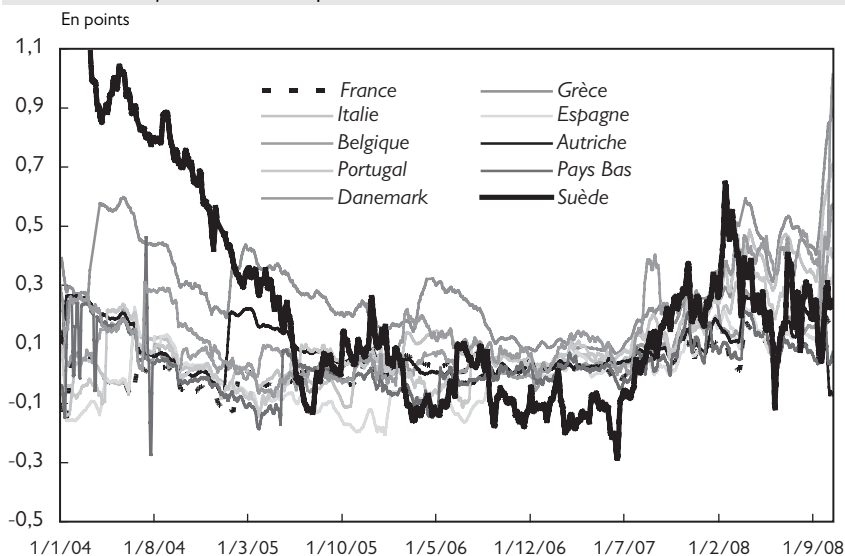
restaurer la confiance. Les gouvernements américain et européen veulent montrer qu'ils ont tiré les leçons de la crise de 1929. Après la faillite de Lehman Brothers, ils ont décidé d'apporter un large soutien aux banques en difficulté en garantissant dans un premier temps dépôts et prêts interbancaires, et dans un deuxième en nationalisant. Le but affiché est d'éviter toute nouvelle banqueroute et donc prévenir tout mouvement de panique susceptible de déstabiliser tout le système bancaire.

Mais l'ampleur de la réaction des États n'est pas un gage de réussite. Elle peut être interprétée comme un coup de *bluff* au poker où un joueur met une somme importante sur le tapis pour dissuader les autres de suivre. Comme l'importance des sommes engagées par le joueur de carte fait parfois suspecter aux autres le faible niveau de son jeu, l'importance des garanties des États au système bancaire pourrait éveiller les craintes que la situation est bien pire que ce que l'on pouvait imaginer. Paradoxalement la mise en place d'un plan de sauvetage peut donc déclencher plutôt que d'empêcher une ruée bancaire. C'est ce qui s'est produit à une petite échelle avec la Northern Rock où les retraits de dépôts se sont amplifiés après l'annonce du plan de soutien avant que la confiance ne finisse par l'emporter.

Enfin, les plans de sauvetage envisagés ne permettent pas d'exclure les risques de panique bancaire car ils émanent d'États endettés qui vont devoir lever de nouveaux fonds. La plupart devrait y parvenir relativement facilement car la crise financière incite les agents à détenir des bons du Trésor réputés pour leur sécurité. Mais certains pourraient buter sur leur contrainte d'endettement, en particulier si le système bancaire est important relativement à la taille de l'économie. Le cas de l'Islande est une illustration de ce problème. Confronté aux difficultés de son système financier dont les actifs qu'il détient représentent plus de huit fois le PIB, ce pays ne peut garantir la stabilité de son système bancaire sans risquer la faillite. Cherchant à accumuler des réserves de change pour soutenir sa monnaie, il a éprouvé des difficultés à obtenir un prêt de 4 milliards d'euros auprès de la Russie.

D'autres pays plus importants que l'Islande pourraient rencontrer des difficultés comme le suggèrent les écarts de *spreads* des bons du Trésor en Europe. Par exemple, l'Italie et la Grèce sont confrontés à des conditions de crédit moins avantageuses du fait d'une dette jugée moins sûre (graphique 5).

5. Spreads de taux publics avec le taux des bons allemands



Source : Datastream. Bons du Trésor du pays à 2 ans (sauf pour les pays où cette maturité n'est pas disponible, maturité supérieure la plus proche dans ce cas). Bons du Trésor allemand à 2 ans.

La déflation

L'effondrement du dollar, couplé éventuellement à des mouvements de panique bancaire, plongerait l'économie mondiale dans la crise. Dans un premier temps, cela se traduirait par un effondrement des actifs financiers et immobiliers. Pour respecter les contraintes de ratios prudentiels, les banques chercheraient à se désendetter en limitant leur offre de crédit et en vendant leurs actifs, ce qui amplifierait leur baisse. L'inflation ralentirait fortement du fait de la hausse du chômage et de la chute du prix du pétrole à la suite du fort ralentissement de la demande. Les taux d'intérêt réels resteraient élevés pour permettre aux États de continuer à se financer. Cela empêcherait le redémarrage de l'investissement et de la consommation.

À plus long terme, c'est-à-dire au-delà de l'horizon de notre prévision, le mécanisme de la déflation s'engagerait. Etrangées, les entreprises finiraient par imposer des baisses de salaire auxquelles les salariés ne pourraient s'opposer, contraints par la forte dégradation sur le marché du travail. Pour augmenter leurs parts de marché, les entreprises répercuteraient les baisses de salaires dans leurs prix. La baisse des prix induirait alors la baisse des salaires pour la concurrence sur le marché du travail. Viendrait alors enfin le piège de la déflation, où la baisse des prix augmente d'autant la dette réelle et la capacité de relance budgétaire de l'économie.

Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années		
	2007				2008				2009				2007	2008	2009
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change ¹															
1 euro =...\$	1,31	1,35	1,37	1,45	1,50	1,56	1,50	1,35	1,40	1,40	1,40	1,40	1,37	1,48	1,40
1 \$ =...yen	119	120,8	117,8	113	105,3	104,6	107,6	112	108	105	103	103	117,8	107,4	104,8
1 £ =...euros	1,49	1,47	1,47	1,41	1,32	1,26	1,26	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,46	1,27	1,25
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales ¹															
États-Unis	5,25	5,25	5,1	4,4	2,75	2,0	2,0	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	5,0	2,0	1,0
Japon	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,55	0,5	0,5
Zone euro	3,55	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0	4,25	3,6	3,25	3,25	3,25	3,25	3,85	4,0	3,25
Royaume-Uni	5,25	5,4	5,75	5,7	5,3	5,0	5,0	4,5	4,25	4,0	3,75	3,75	5,5	5,0	3,9
Taux d'intérêt à long terme ¹															
États-Unis	4,7	4,8	4,7	4,3	3,6	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	4,6	3,8	3,9
Japon	1,7	1,8	1,7	1,6	1,4	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6
Zone euro	4,0	4,3	4,4	4,2	3,9	4,3	4,3	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8	4,2	4,1	3,8
Royaume-Uni	4,9	5,2	5,2	4,8	4,5	4,8	4,7	4,5	4,3	4,1	4,1	4,1	5,0	4,6	4,2
Prix du pétrole, Brent, en \$ ¹	57,8	68,7	74,9	88,8	96,8	121,5	114,7	95,0	100	100	100	100	72,5	108,3	100
Prix du pétrole, Brent, en € ¹	44,1	51,0	54,5	61,2	64,6	77,8	76,3	65,6	74,1	74,1	74,1	74,1	52,7	73,2	74,1
Matières premières industrielles ²	4,1	8,7	-4,4	-2,1	15,2	5,4	-6,6	-2,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	6,4	12,0	-4,0

1, Moyenne sur la période.

2, Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : certificats de dépôts aux États-Unis, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Japon et au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2008.