

I. Introduction : dénouement de l'intenable

La crise qui couvait sur les marchés financiers a éclaté le 9 août 2007. Ce jour-là, plusieurs banques centrales ont été amenées à recourir à des mesures exceptionnelles pour tenter de rétablir l'ordre sur le marché interbancaire. Le désordre a été déclenché par un gel des remboursements décidé par un petit nombre de fonds qui avaient investi dans des produits structurés adossés à des prêts hypothécaires de faible qualité récemment octroyés aux États-Unis. Nul ne saurait dire avec certitude quand les turbulences cesseront, ni jusqu'où elles se propageront. Leur durée, leur ampleur et la multiplication des signes de leurs effets sur l'économie réelle ont pris de court la plupart des observateurs des secteurs privé et public.

Il est pourtant essentiel de comprendre comment des problèmes liés à un segment si étroit des marchés financiers mondiaux, les prêts hypothécaires à risque (connus comme « *subprime* »), ont pu être si dévastateurs ? Il est crucial de répondre à cette question pour pouvoir évaluer l'étendue des éventuelles répercussions économiques et décider des politiques les plus appropriées. La première des priorités est de surmonter les difficultés actuelles ; cependant, il importe tout autant d'instaurer et de mener à bien des réformes rendant moins probable la répétition de tels événements, potentiellement coûteux. Les défis sont de taille, mais ils offrent aussi de bonnes raisons – à ne pas négliger – de faire évoluer les institutions.

Jusqu'ici, la plupart des analystes se sont focalisés sur le segment de marché où tout a commencé et sur le rôle particulier joué par les innovations financières. Certains ont recherché des causes dans l'existence de « différences » et souligné les déficiences dans l'application au secteur hypothécaire du modèle d'intermédiation dit modèle d'« octroi puis cession » de crédits. Ils ont aussi mis en évidence la place grandissante des produits structurés hautement innovants, le rôle incitatif des agences de notation à cet égard et la création par les banques d'entités de hors-bilan dans le but d'économiser leurs fonds propres réglementaires. Tous ces éléments sont importants et montrent quels remèdes seraient utiles.

Reste que cette explication n'est que le complément d'une analyse plus globale qui rend compte non seulement des turbulences financières récentes, mais aussi de l'accélération de l'inflation et de la forte contraction de maints marchés du logement. Faire, au contraire, porter l'analyse sur les analogies permet de discerner des parallélismes entre les turbulences actuelles et nombre d'épisodes passés. Les historiens ne manqueront pas alors de songer à la longue récession commencée en 1873, au ralentissement mondial amorcé à la fin des années 1920 et aux crises qui ont frappé le Japon et l'Asie respectivement au début et à la fin des années 1990. Chaque fois, une longue période de vive expansion du crédit a coïncidé avec une phase de croissance

de plus en plus euphorique de l'économie réelle et des marchés financiers, suivie par une crise inattendue et une phase de repli prolongée. Dans chaque cas, ou presque, une découverte économique ou une innovation financière, présentée comme ouvrant une « ère nouvelle », justifiait une vive expansion du crédit, avant d'être inévitablement désignée, lors du retournement, comme la source de tous les maux. Dans cette perspective, même les différences identifiées plus haut se réduisent à des phénomènes analogues.

L'enchaînement des faits : description

Au cours des vingt dernières années, l'économie mondiale s'est globalement bien comportée. L'inflation a été maintenue à de très bas niveaux presque partout et, jusqu'à récemment, s'est montrée remarquablement stable. En même temps, la croissance a généralement été soutenue, inscrivant de nouveaux records ces quatre dernières années. Dans les économies avancées, les phases de repli de l'activité ont été si peu prononcées depuis le début des années 1980 que l'on parle de « Grande Modération ». En outre, la résilience de ces pays face aux épisodes récurrents de tensions sur les marchés financiers a été saluée comme le signe d'un meilleur fonctionnement des économies. En particulier, le maintien de l'inflation à de bas niveaux par des banques centrales crédibles a été perçu comme ayant joué un rôle stabilisateur crucial dans la majeure partie du monde industrialisé.

Pourtant, la seule évocation de chocs financiers donne lieu à deux questions moins rassurantes. La première : pourquoi la fréquence et l'ampleur des épisodes de tensions financières semblent-elles s'être accrues ? La seconde, qui découle notamment des événements autour de la quasi-faillite du fonds alternatif LTCM en 1998 : le cœur du système financier mondial pourrait-il se révéler aussi vulnérable que sa périphérie ? Les événements de l'année écoulée ont prouvé que ces motifs de préoccupation ne sont pas sans fondement.

Les turbulences financières actuelles trouvent leur origine sur le marché *subprime* et les marchés des produits structurés qui y sont liés. Le taux de défaillance sur les prêts *subprime* avait augmenté début 2005, presque en même temps qu'intervenait une baisse effective des prix de l'immobilier résidentiel, mais le marché n'a guère réagi à cette évolution avant le début de 2007. Les primes de risque sur ces prêts ont alors commencé à s'élargir, les déclassements se sont multipliés et, en août, le processus s'est emballé. Le déclencheur, comme on l'a vu, fut la décision d'un petit nombre de fonds d'investissement de geler les remboursements, invoquant une incapacité de valoriser les actifs complexes dans leurs portefeuilles. Parties d'un événement mineur, les turbulences financières ont gagné pratiquement l'ensemble du système.

Dans les tout premiers jours d'août, les préoccupations grandissantes concernant à la fois la valorisation de produits complexes, le risque de liquidité et le risque de contrepartie avaient affecté bon nombre de segments. Il s'est alors produit un véritable effondrement du marché des produits structurés liés à des créances hypothécaires, un retrait massif des investisseurs du marché

du papier commercial adossé à des actifs et un tarissement soudain de l'interbancaire au-delà du très court terme dans les principales devises. Ce dernier élément s'est traduit par un écart sans précédent entre les taux directeurs anticipés (à horizon 1–3 mois) et les taux pratiqués entre les grandes banques. S'il était quasi inévitable que les difficultés du marché *subprime* se répercutent tôt ou tard sur les établissements financiers qui étaient les principaux acteurs de ce marché, la force et la rapidité du choc ont surpris à peu près tout le monde.

En outre, les perturbations sur les marchés monétaires ont rapidement essaimé, amplifiées par un pessimisme grandissant quant aux perspectives macroéconomiques et par une aversion accrue pour le risque. Dans un premier temps, les taux des obligations d'État de référence des économies avancées ont chuté. Les primes de risque sur les obligations d'entreprise à haut rendement ont augmenté et le marché des fusions–acquisitions s'est pratiquement effondré. Les cours des actions n'ont pas été immédiatement affectés, mais ils ont fini par fléchir sensiblement, notamment dans le secteur financier. Dans plusieurs pays, surtout aux États-Unis, les prix de l'immobilier résidentiel ont subi des pressions baissières de plus en plus fortes, et le marché de l'immobilier commercial a, lui aussi, amorcé un repli. Enfin, la volatilité a vivement augmenté un peu partout, tout comme le coût de l'assurance contre cette volatilité.

Il n'est pas surprenant que les banques des États-Unis et d'Europe, qui tenaient un rôle central sur le marché américain des *subprime*, aient commencé à annoncer des pertes. Plus surprenantes, et inquiétantes, ont été la fréquence avec laquelle les pertes annoncées ont été révisées à la hausse et l'amplitude des disparités entre banques concernant leurs ratios pertes révélées/expositions connues. Au départ, toutefois, les marchés étaient persuadés que les banques disposaient de fonds propres suffisants pour absorber ces pertes. Ainsi, au début, personne n'envisageait un effet notable sur les conditions de crédit, encore moins une « pénurie de crédit ».

Les premiers doutes ont surgi dès le troisième trimestre 2007. Il est apparu de plus en plus clairement que la taille des bilans des banques et, donc, leurs besoins de fonds propres allaient augmenter mécaniquement avec l'activation des soutiens de liquidité qu'elles avaient accordés. Surtout, plusieurs véhicules d'investissement structuré (SIV) que les banques avaient constitués pour détenir des actifs hors bilan ont dû être réabsorbés en raison de l'assèchement de leurs sources indépendantes de financement. La confiance a encore été ébranlée vers la fin de l'année, même si elle a été ensuite temporairement restaurée, quand plusieurs banques d'envergure mondiale ont annoncé à la fois la nécessité de relever leur niveau de fonds propres et l'apport de capitaux par des fonds souverains. Un grave coup supplémentaire a été porté à la confiance, en mars 2008, quand Bear Stearns, grande banque d'investissement aux États-Unis, a été brutalement plongée dans de graves difficultés. Toutefois, la confiance s'est bien rétablie lorsque la Réserve fédérale a aidé cette banque à fusionner avec JPMorgan Chase, établissement plus grand encore, mais plus solide. Plus récemment, l'adéquation des fonds propres de plusieurs banques de taille moyenne a

également suscité des préoccupations croissantes, surtout dans les pays où ces banques sont fortement exposées envers les secteurs du logement et du bâtiment.

Les autres établissements financiers ont, à leur tour, été aspirés dans la tourmente. Dans les fonds communs de placement monétaires, les retraits se sont très rapidement multipliés, mais les capitaux ont ensuite afflué, les investisseurs recherchant des placements sûrs. Les fonds eux-mêmes se sont montrés de plus en plus prudents, et réticents à prêter à terme aux banques. Les fonds alternatifs, dépendants des sociétés de courtage, ont fait face à des appels de marge, de plus en plus pressants à mesure que les prix des actifs chutaient. Nombre d'entre eux ont été contraints de vendre des actifs, ce qui a encore affaibli les prix, et certains ont même été acculés au défaut. Plusieurs entreprises d'assurance et fonds de pension, quoiqu'en partie protégés par des normes comptables différentes, ont annoncé de lourdes pertes sur le marché *subprime* et les produits structurés qui en dérivent. Peut-être plus inquiétant encore, divers rehausseurs de crédit, qui, traditionnellement, utilisent leur bonne notation pour fournir des garanties aux emprunteurs tels que les collectivités territoriales des États-Unis, ont vu leur notation déclassée ou menacée de l'être, en raison des garanties qu'ils avaient fournies dans le cadre de produits structurés. Les préoccupations suscitées par le risque de contrepartie se sont ainsi propagées de secteur en secteur.

Aux États-Unis, on a d'abord cru que les perturbations dans le marché *subprime* seraient contenues et que les dépenses de consommation comme l'économie en général ne seraient guère pénalisées. En l'occurrence, ces deux jugements ont été démentis. Le secteur du logement a été lourdement affecté, avec la chute des prix et l'accumulation d'un stock considérable de logements invendus. En outre, sous l'effet de la contraction de la valeur du patrimoine des ménages et de l'augmentation des pertes d'emplois, les dépenses de consommation ont baissé et l'économie a menacé d'entrer en récession. En raison des turbulences financières, également, les signes d'un resserrement des conditions de crédit ont commencé à se multiplier vers la fin de l'année, susceptibles d'affaiblir les dépenses de consommation et d'investissement. Dans d'autres parties du monde industrialisé, partiellement isolées des turbulences financières mais loin d'y être complètement imperméables, l'activité est restée généralement plus soutenue. Ainsi, la révision en baisse de la prévision consensuelle de croissance pour 2008 a été moins marquée pour l'Europe et le Japon que pour les États-Unis. Dans certaines régions d'Europe, on constatait que la relative faiblesse des dépenses de consommation freinait la demande globale. Néanmoins, les exportations de l'Europe et du Japon conservaient leur dynamisme, grâce à la demande des économies émergentes. La Chine et d'autres pays d'Asie ont joué un rôle notable à cet égard, mais aussi un grand nombre de pays – d'Amérique latine et du Moyen-Orient, notamment – qui bénéficiaient du renchérissement des produits de base et d'une amélioration des termes de l'échange.

Ces développements, conjugués à la poursuite de la vive expansion dans les économies émergentes, ont conduit à réexaminer la solidité de la demande intérieure dans le monde émergent. Vers la fin de 2007, certains avançaient

non seulement qu'il y aurait « découplage » entre ces économies et les États-Unis, mais aussi que la vigueur grandissante de leurs fondamentaux (et l'absence d'exposition au marché *subprime*) en avait bel et bien fait un « refuge » à l'abri des turbulences financières observées ailleurs. Cet optimisme s'est d'abord traduit par un afflux massif de capitaux et une hausse des prix des actifs dans un grand nombre d'économies émergentes, alors même que les actifs se dépréciaient sensiblement ailleurs.

Avec la montée des préoccupations quant à l'ampleur possible du fléchissement aux États-Unis, toutefois, le sentiment a évolué. En vérité, à y regarder de plus près, la santé à plus long terme des économies émergentes a commencé à susciter des doutes. En Chine, l'expansion extraordinairement rapide de l'investissement en capital fixe, dernièrement surtout dans l'industrie lourde, a fait craindre, d'une part, une mauvaise allocation des ressources et, d'autre part, des effets plus larges tant sur les cours mondiaux des produits de base que sur l'environnement. Au Moyen-Orient, la possible similitude des programmes de développement stratégique élaborés par différents pays faisait craindre l'apparition d'une offre excédentaire. Et dans de nombreux pays d'Europe centrale et orientale, l'ampleur croissante des déficits courants semblait de plus en plus intenable. Sous l'effet de ces préoccupations et des développements financiers ailleurs, les afflux de capitaux se sont récemment modérés et, mi-mai 2008, les cours des actions, dans de nombreux pays, étaient nettement retombés de leurs sommets.

La poussée de l'inflation a également tempéré l'optimisme quant aux perspectives de croissance, non seulement dans les économies émergentes, mais aussi dans le monde industrialisé. Le renchérissement des denrées alimentaires et de l'énergie y a été pour beaucoup, cependant les tensions inflationnistes se manifestent désormais sur un front plus large. Bien que difficile à mesurer, le déséquilibre entre offre et demande à l'échelle mondiale semble s'être largement comblé fin 2007. De fait, les prix payés par un certain nombre d'économies avancées pour leurs importations en provenance de Chine, après avoir baissé pendant plus de dix ans, ont beaucoup remonté ces derniers temps, et il y a de bonnes raisons de croire que cette tendance se poursuivra. Pour les pays dont la monnaie s'est récemment dépréciée, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, les tensions inflationnistes sous-jacentes s'en trouveront très probablement exacerbées.

Cette conjonction – poussée des tensions inflationnistes et perturbations financières freinant la demande – se prête à diverses interprétations. D'un côté, si le ralentissement de la croissance était suffisant – sans plus – pour contenir l'inflation mondiale – quoiqu'avec un décalage –, cette conjonction pourrait être jugée positive. D'un autre côté, le ralentissement mondial pourrait s'avérer beaucoup plus marqué et durable que nécessaire pour maîtriser l'inflation. À terme, il existerait même un risque de déflation, issue qui serait évidemment moins souhaitable. Malheureusement, si l'on considère les interactions possibles entre le ralentissement de l'économie réelle, le niveau élevé d'endettement des ménages et les fortes tensions dans le système financier, on ne saurait exclure totalement un tel dénouement, si improbable soit-il.

L'enchaînement des faits : analyse

Nombre d'universitaires ont bâti des théories sur les causes profondes expliquant la récurrence des tensions qui bouleversent le paysage financier depuis si longtemps. Les travaux de Hyman Minsky, dans les années 1970, semblent particulièrement pertinents dans le contexte actuel. Selon Minsky, une détérioration persistante, sur plusieurs années, des critères d'octroi de crédits mène inévitablement à un moment de prise de conscience et de refus (que d'autres ont depuis appelé « moment Minsky »), et d'assèchement de la liquidité de marché. Pour Minsky, toutefois, la crise de liquidité n'est que le symptôme d'un problème fondamental de crédit, la liquidité de marché étant toujours essentiellement dépendante de la disponibilité durable de la liquidité bancaire. Irving Fisher décrit de façon analogue la détérioration des critères d'octroi de crédits dans ses célèbres recherches sur les origines de la Grande Dépression. Enfin, plusieurs autres théoriciens d'avant-guerre ont mis en garde contre une évaluation déficiente des crédits, qui risque d'engendrer des bulles financières, des déviations des comportements de dépense par rapport aux tendances viables et un inéluctable ralentissement économique.

Dans le droit fil de ces préoccupations, plusieurs tendances économiques et financières atypiques ont été clairement observées ces dernières années. La première tient aux rythmes d'expansion très rapides de la monnaie et du crédit, dans un contexte plus général de sous-tarification du risque. Une telle expansion du crédit et de la monnaie à l'échelle mondiale s'explique par l'interaction de la politique monétaire, le choix du régime de change de certains pays et d'importantes modifications au sein du système financier lui-même.

Il convient peut-être de commencer par noter que, ces derniers temps, les taux directeurs ont été exceptionnellement bas dans les économies avancées – rapportés à toute la période de l'après-guerre –, grâce à l'absence de fortes tensions inflationnistes. Ce bon résultat tient à la crédibilité acquise par les banques centrales sur de nombreuses années, mais il a également été favorisé par des chocs d'offre positifs – résultant surtout de la mondialisation – et par l'atonie de la demande d'investissement dans certains pays (dont l'Allemagne et le Japon), après des périodes d'expansion trop rapide.

Cette orientation monétaire aurait sans doute dû entraîner une dépréciation généralisée des monnaies des économies avancées, du dollar surtout, par rapport aux devises des économies émergentes. Toutefois, face aux tensions à la hausse sur leur monnaie, nombre d'économies émergentes ont répondu, sur une longue période, par un assouplissement correspondant de leur politique monétaire et par des interventions massives sur les changes. L'assouplissement monétaire a sans doute contribué à l'augmentation des prix des actifs et à un surcroît de dépense dans les économies émergentes. Les interventions de change, par le biais du placement des réserves officielles, ont probablement détendu davantage les conditions financières dans les économies avancées. La stimulation du crédit par la politique monétaire s'est ainsi généralisée au monde entier.

Cela ne signifie pas que l'évolution du système financier n'a pas, elle aussi, grandement influencé le cours des événements. En particulier, les diverses innovations associées à la généralisation du modèle d'intermédiation fondé sur le concept d'octroi puis cession de crédits ont joué un rôle majeur. Les produits structurés, par exemple, ont été d'abord perçus comme des outils bénéfiques, puisqu'ils redistribuaient les risques. Or, leur introduction s'est faite d'une manière qui a fortement réduit la qualité des évaluations de crédit sur de nombreux marchés et qui a aussi entraîné un accroissement marqué de l'opacité. Il en est finalement résulté une énorme incertitude quant à la taille des pertes éventuelles et à leur répartition. En substance, ainsi restructurés et redistribués, les risques sont devenus plus importants, mais, au minimum pour un temps, moins probables. En pratique, les risques inhérents aux nouveaux prêts ont bien semblé disparaître, favorisant par là même une bonne notation, pour réapparaître brusquement avec la matérialisation d'une perte totalement inattendue.

C'est un fait, en outre, que les prix de nombreux actifs financiers sont restés longtemps très élevés avant les récentes turbulences. Le taux d'intérêt (l'inverse du prix) sur les valeurs du Trésor américain à long terme a été si bas pendant si longtemps que le précédent Président de la Réserve fédérale avait parlé d'« énigme ». De plus, les primes sur la dette souveraine, sur les obligations d'entreprise à haut rendement et sur les autres actifs à risque ont également inscrit des creux historiques. Les cours des actions ont continué d'être fortement valorisés (voire nettement survalorisés) dans les économies avancées, tandis qu'ils enregistraient des hausses spectaculaires dans de nombreuses économies émergentes. Les prix de l'immobilier résidentiel ont atteint des records dans quasiment tous les pays, à l'exception de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse, où le marché immobilier se remettait encore des excès des années 1980 et du début des années 1990. Même les prix des vins fins, des antiquités et des timbres de collection se sont envolés. Le coût de l'assurance contre les fluctuations des prix de marché (calculé par approximation à partir de la volatilité implicite) est resté exceptionnellement faible pendant des années. Certes, les fondamentaux peuvent être invoqués pour expliquer chacune de ces tendances séparément. Il est toutefois à noter que, selon le principe de parcimonie d'Occam, toutes ces évolutions peuvent aussi s'expliquer simplement par une offre abondante de crédit bon marché.

C'est également un fait que les comportements de dépense dans plusieurs pays ont nettement dévié par rapport à leur tendance de long terme. Aux États-Unis et dans d'autres grandes économies, le taux d'épargne des ménages est tombé à des minima historiques, souvent en présence de déficits courants en forte augmentation. En Chine, par contre, il s'est produit une hausse massive, tout aussi atypique, des dépenses d'investissement en capital fixe. Comme dans le cas des prix élevés des actifs, ces évolutions peuvent s'expliquer simplement par une offre abondante de crédit bon marché.

Ensemble, les faits décrits *supra* font penser que les difficultés du marché *subprime* semblent avoir constitué le déclencheur, plutôt que la cause, de toutes les perturbations qui ont suivi. Ils donnent aussi à croire que l'ampleur des problèmes auxquels il faudra encore faire face pourrait être

beaucoup plus grande que prévu actuellement par nombre d'observateurs. Enfin, le rôle prédominant joué par la vive expansion de la monnaie et du crédit dans cette explication des faits cadre également avec la récente poussée de l'inflation dans le monde, voire avec l'augmentation des anticipations d'inflation.

Compte tenu de la complexité de l'environnement, il est évident que les autorités auront des difficultés à assurer à la fois la stabilité des prix, une croissance réelle significative et la stabilité financière. Il est tout aussi évident que les diverses instances responsables pourraient raisonnablement tirer des conclusions différentes sur ce qu'il convient de faire avec les instruments de politique dont elles disposent. En corollaire, cela pourrait avoir des répercussions sur les changes également, ce qui constituerait une complication supplémentaire dans l'élaboration des politiques.

L'enchaînement des faits : mesures prises à ce jour

Quasiment dès le premier jour des turbulences, les banques centrales responsables du bon fonctionnement des grandes places financières ont répondu à la paralysie des marchés monétaires par des opérations plus fréquentes et parfois plus importantes qu'à l'accoutumée. Si, en raison de différences entre cadres opérationnels, leur action a paru parfois varier d'un pays à l'autre, elles avaient toutes pour objectif premier de veiller à ce que les taux au jour le jour restent à des niveaux conformes aux objectifs de la politique monétaire. Progressivement, plusieurs banques centrales ont étendu leurs procédures ordinaires, en vue d'accepter une gamme élargie de sûretés émises par un éventail plus vaste d'établissements, d'entreprendre des opérations d'échéances plus longues et de coordonner leurs efforts à l'échelle internationale. La Réserve fédérale a été amenée à faire preuve d'une souplesse particulière en instaurant avec succès une nouvelle procédure d'adjudication destinée à rendre moins douloureux l'accès à sa facilité d'escompte. En outre, après le rachat assisté de Bear Stearns, la Fed a décidé de consentir des prêts aux courtiers spécialisés dans le cadre de ses opérations régulières, bien que ceux-ci n'aient pas le statut de banques commerciales et qu'ils ne soient pas même soumis à la surveillance prudentielle du Système de Réserve fédérale.

Au début des turbulences, on estimait généralement que les injections de liquidités suffiraient à remédier à la situation, alors essentiellement perçue comme une crise de liquidité. Toutefois, à mesure que le temps passait et que se multipliaient les signes d'un ralentissement économique et d'une élévation du risque de contrepartie, il est apparu plus clairement que de telles interventions, quoique nécessaires, pourraient bien ne pas suffire. Elles permettaient de gagner un temps précieux, mais devaient s'accompagner d'autres mesures, de nature conjoncturelle et structurelle.

Il n'est pas surprenant que la politique monétaire, caractérisée par sa capacité de réaction, ait d'abord été retenue. Elle a ainsi, presque partout, été plus souple qu'il n'était escompté il y a six mois. Cela étant, la complexité des circonstances a suscité une grande diversité de réponses.

Dans plusieurs pays, dont l’Australie, la Norvège et la Suède, il a été procédé à un resserrement monétaire. De toute évidence, les autorités ont jugé que la décision se justifiait par la conjonction, variable selon les cas, de trois facteurs : le fait que le secteur financier intérieur était relativement éloigné du foyer de la crise, le niveau d’inflation observé et les tensions inflationnistes. Dans plusieurs autres juridictions, en particulier dans la zone euro, les taux directeurs ont été laissés inchangés, alors que certaines indications avaient pu donner à penser qu’ils seraient relevés. Les autorités ont, semble-t-il, estimé que le niveau élevé de l’inflation, le fort dynamisme de l’économie et les préoccupations suscitées par les tensions sur les salaires compensaient les menaces potentielles sur la croissance et le risque de désinflation résultant du dénouement possible d’excès antérieurs. Enfin, les taux directeurs ont été abaissés dans certains pays. Ils l’ont été résolument aux États-Unis, où la menace de récession a été vue comme des plus réelles, et où les autorités considéraient que, dans l’immédiat, les anticipations d’inflation ne pourraient vraisemblablement pas s’ancrent à un niveau plus élevé.

La possibilité de recourir à la politique budgétaire pour préserver la croissance mondiale a fait, elle aussi, l’objet d’un vaste débat. Toutefois, les rares pays dont la discipline budgétaire avait accru la marge de manœuvre étaient également ceux dont l’économie était la plus dynamique. De ce fait, seuls les États-Unis et l’Espagne ont agi rapidement. Néanmoins, d’autres mesures susceptibles de se répercuter à terme sur le contribuable ont également été mises en œuvre. Aux États-Unis, en particulier, certaines agences parapubliques ont tenté de soutenir les prix en achetant de gros volumes de titres adossés à des hypothèques et en accordant des garanties sur d’autres instruments de ce type. En Allemagne, un appui direct de l’État a été accordé à plusieurs établissements frappés par la crise du marché *subprime* américain. Au Royaume-Uni, la nécessité, en dernier recours, de nationaliser Northern Rock, cinquième banque du pays, a encore alourdi la dette future des finances publiques.

Les turbulences ont aussi donné lieu à une réaction vigoureuse des autorités prudentielles. Dans plusieurs pays, les régulateurs ont incité les banques à se recapitaliser auprès d’investisseurs privés. Plusieurs études analytiques, de sources officielles et privées, ont appelé à une transparence accrue des méthodologies de valorisation et de communication des pertes. Enfin, de multiples recommandations ont été formulées en vue d’améliorer les critères d’octroi de crédits et l’utilisation des produits structurés. La mise en œuvre de ces mesures se heurtera toutefois à de nombreuses difficultés, la moindre n’étant pas la nécessité d’éviter d’exacerber les tensions de marché, à court terme, dans la poursuite de louables objectifs à moyen terme.