

II. Des urgences aux soins intensifs : retour sur l'année écoulée

Les prix des actifs et l'activité économique ont rebondi, après les creux atteints durant la crise financière. La chute des cours sur les marchés financiers déclenchée par la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 s'est interrompue en mars 2009, lorsque les prix des actifs à risque ont recommencé à augmenter, parfois fortement. L'activité économique mondiale s'est stabilisée en milieu d'année et s'est renforcée par la suite. La correction des déséquilibres financiers à l'origine de la crise s'est amorcée. Les banques ont commencé à redresser leur bilan et à réduire leur taux d'endettement, même si le processus est loin d'être achevé. Dans certains des pays les plus touchés par la crise, les ménages ont entrepris eux aussi de réduire leur endettement, mais dans une moindre mesure qu'après les crises précédentes.

La reprise est donc engagée, mais elle demeure fragile. Les initiatives sans précédent prises par les autorités ces trois dernières années ont permis d'éviter une nouvelle Grande Dépression, mais elles atteignent à présent leurs limites. Les déficits publics ont augmenté au point de susciter des interrogations sur la viabilité des finances publiques (chapitre V). De fait, l'endettement public – et non plus privé – est devenu le principal motif de préoccupation des investisseurs, ainsi qu'en témoignent les turbulences observées sur les marchés financiers au second trimestre 2010. Plusieurs pays ont répondu à cette situation en annonçant des mesures d'assainissement budgétaire.

Dans cet environnement, la politique monétaire est confrontée à un dilemme. D'un côté, relever les taux d'intérêt et résorber le gonflement des bilans des banques centrales prématurément pourrait compromettre la reprise. De l'autre, différer trop longtemps le resserrement pourrait retarder le nécessaire ajustement et déboucher sur un système financier moins stable à moyen terme (chapitre III).

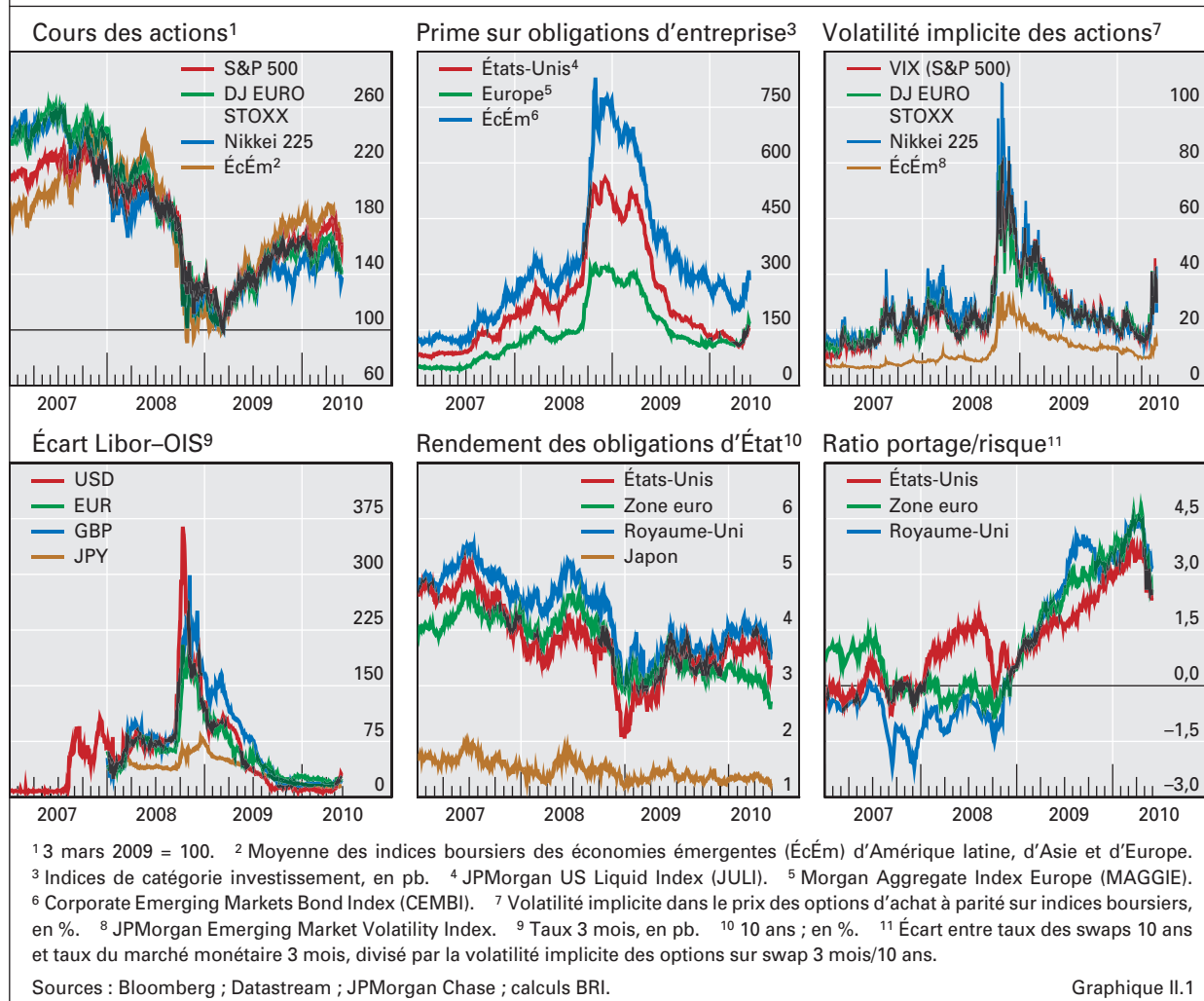
Une reprise incertaine

Rebond des marchés

La reprise des marchés financiers a précédé le redressement de l'activité économique dans les grandes économies avancées. Les principaux indicateurs ont continué de traduire de piètres performances au premier trimestre 2009, mais les investisseurs se sont focalisés sur les premiers signes d'une stabilisation prochaine des conditions économiques. Entre mars 2009 et avril 2010, les cours des actions ont fortement augmenté à travers le monde, tout en restant en dessous des pics d'avant la crise (graphique II.1). Les primes de

Une reprise tirée
par les marchés
financiers

Prix des actifs



risque se sont réduites et ont retrouvé un niveau à peu près conforme à leur moyenne de long terme, les volatilités implicites sont retombées à leurs niveaux les plus bas depuis le milieu de 2007, et les rendements des titres d'État, particulièrement aux États-Unis, ont augmenté par rapport aux creux enregistrés fin 2008. À mesure que les tensions se relâchaient sur les marchés monétaires et que les banques se montraient plus enclines à se consentir des prêts, l'écart entre le Libor et le taux OIS (*overnight index swaps*, swaps jour le jour) a très sensiblement reculé par rapport à son pic de fin 2008.

Les marchés qui s'étaient grippés durant la crise ont, pour la plupart, recommencé à fonctionner. Fin 2008, les garanties données par les États avaient encouragé les institutions financières à émettre des obligations, et les émissions non garanties ont suivi fin 2009. Les sociétés non financières ont placé plus d'obligations au premier semestre 2009 que dans les six mois qui ont précédé immédiatement la crise, même si ces progrès témoignent peut-être en partie de la pénurie de financements bancaires. De fait, les prêts bancaires au secteur privé ont stagné ou se sont contractés dans les grandes économies avancées, et le marché des produits titrisés est resté atone. Aux

États-Unis par exemple, où une grande partie des crédits hypothécaires est titrisée, le marché des émissions MBS (*mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques) ne bénéficiant pas du soutien de l'État reste déprimé.

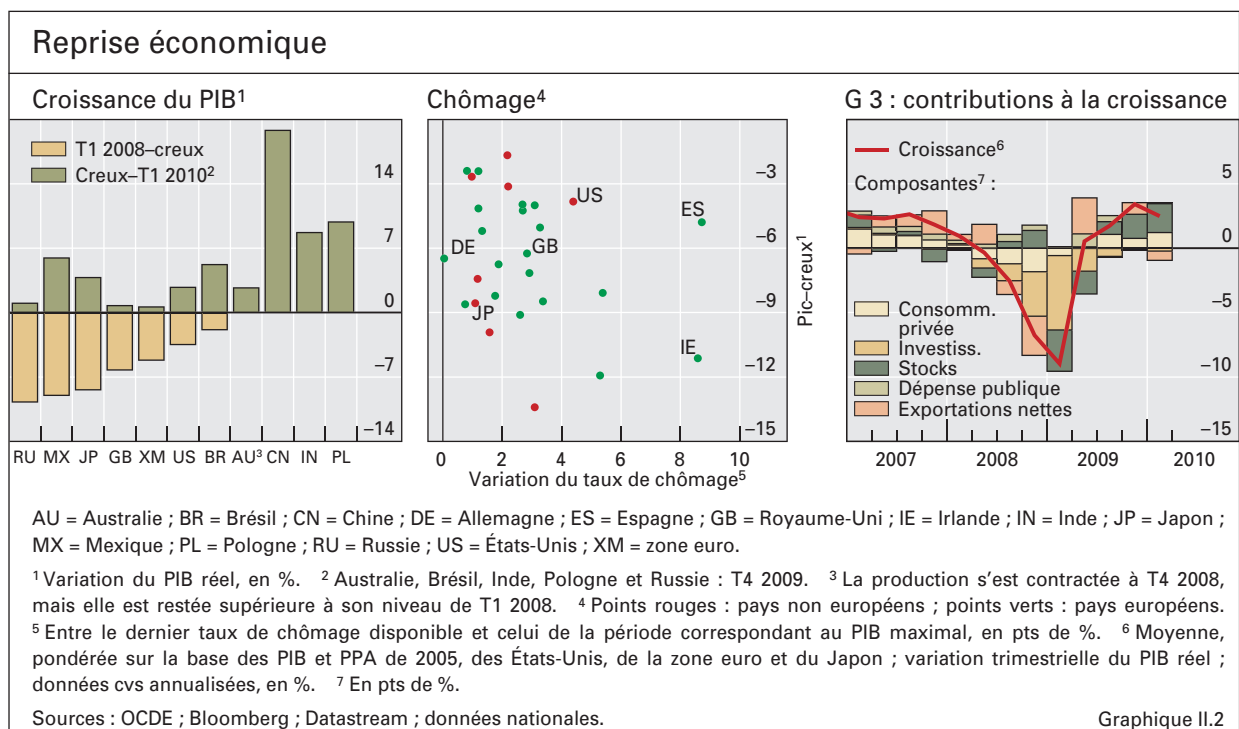
La reprise du secteur financier durant l'essentiel de 2009 et début 2010 a été impressionnante, mais elle reste menacée. Fin 2009, puis à nouveau début 2010, les préoccupations concernant la viabilité des finances publiques et l'état du secteur bancaire ont déclenché des épisodes de forte volatilité. Toutefois, ceux-ci étaient d'une importance mineure par rapport aux ventes massives d'avril et de mai 2010, lorsque les craintes des investisseurs – qui se demandaient si la Grèce et, dans une certaine mesure, le Portugal et l'Espagne, auraient la capacité d'assurer le service de leur dette – ont entraîné une chute brutale des prix des actifs considérés à risque. Les autorités ont répondu par la mise en place d'un plan de sauvetage d'une ampleur sans précédent et l'adoption d'une nouvelle série de mesures d'urgence par les banques centrales. Ces mesures ont permis d'enrayer la contagion de la zone euro, sans pour autant rétablir plus largement la confiance des investisseurs.

Les craintes relatives au risque souverain menacent de compromettre la reprise du secteur financier

Une reprise économique inégale

Le repli de l'activité économique mondiale s'est modéré au second trimestre 2009, pour laisser place à la croissance vers le milieu de l'année. L'ampleur respective de la contraction et de l'expansion a beaucoup varié d'un pays à l'autre (graphique II.2, cadre de gauche). La Chine, l'Inde et la Pologne n'ont enregistré aucun repli – la croissance de la production a simplement ralenti, et n'a pas tardé à retrouver ses niveaux d'avant la crise. En Australie et au Brésil, la contraction de la production a été brève mais l'expansion a repris pour

Une reprise économique à plusieurs vitesses



dépasser très vite les niveaux d'avant la crise. Aux États-Unis, dans la zone euro, au Japon et au Royaume-Uni, en revanche, la production restait inférieure, au premier trimestre 2010, à son niveau antérieur.

Le chômage est monté en flèche dans les pays qui ont connu un boom de la construction...

Le fléchissement de l'activité économique a entraîné une aggravation très nette du chômage dans un certain nombre de pays, en particulier dans ceux où un boom de la construction avait précédé la crise. Le chômage a progressé de plus de 8 points de pourcentage en Espagne et en Irlande, et de presque 5 points aux États-Unis, suite aux licenciements opérés dans le secteur de la construction en surcapacité (graphique II.2, cadre du milieu). En Espagne, l'importance du travail temporaire a contribué aussi à rendre le chômage très sensible aux fluctuations de la production¹. Aux États-Unis, le chômage a atteint son plus haut niveau depuis les années 30, même si le PIB s'est moins contracté que dans la plupart des autres économies avancées.

...mais s'est moins aggravé dans les autres pays

Les conséquences pour l'emploi ont été moins graves dans la plupart des autres économies avancées. Les pertes ont été minimales dans certaines économies d'Europe continentale et au Japon. Ainsi, le chômage a augmenté d'à peine plus de 1 point en Allemagne, malgré une contraction relativement importante (6,5 %) du PIB. Les pertes d'emplois ont pu être limitées grâce à des mesures permettant de réduire les heures travaillées plutôt que de procéder à des licenciements. Au Japon, le programme de subventions à l'ajustement des effectifs, conjugué à une baisse des salaires horaires, a réduit les incitations à licencier. Le chômage a augmenté de moins de 2 points, bien que la contraction du PIB ait dépassé 8 %.

Une reprise fragile dans les grandes économies avancées...

La reprise dans les grandes économies avancées est encore loin d'être autoalimentée. Dans le G 3, la reconstitution des stocks explique l'essentiel du taux de croissance annualisé de 2,5 % affiché au premier trimestre 2010 (graphique II.2, cadre de droite). L'investissement privé est demeuré négatif pour le huitième trimestre consécutif, ce qui continue de peser sur la croissance. Cela dit, rares sont les scénarios de croissance pessimistes envisagés par les prévisionnistes durant la période examinée à s'être concrétisés.

...mais des signes de surchauffe dans les grandes économies émergentes

La situation est radicalement différente dans nombre d'économies émergentes (ÉcÉm). Des politiques expansionnistes, conjuguées à l'impact des politiques monétaires et budgétaires très souples menées dans les grandes économies avancées, se sont parfois traduites par des signes de surchauffe (chapitre IV). La hausse des prix de gros avoisinait 10 % en Inde début 2010, et des tensions inflationnistes se font jour également dans d'autres ÉcÉm.

Le creusement rapide des déficits budgétaires suscite des questions sur le risque souverain

L'augmentation de la dette publique a nourri les craintes relatives au risque souverain...

La conjugaison de vastes programmes de relance budgétaire, de plans de sauvetage financier et de baisse des recettes fiscales a entraîné des déficits budgétaires d'une ampleur historique et des niveaux sans précédent d'endettement public, réel ou anticipé, dans la plupart des pays industrialisés

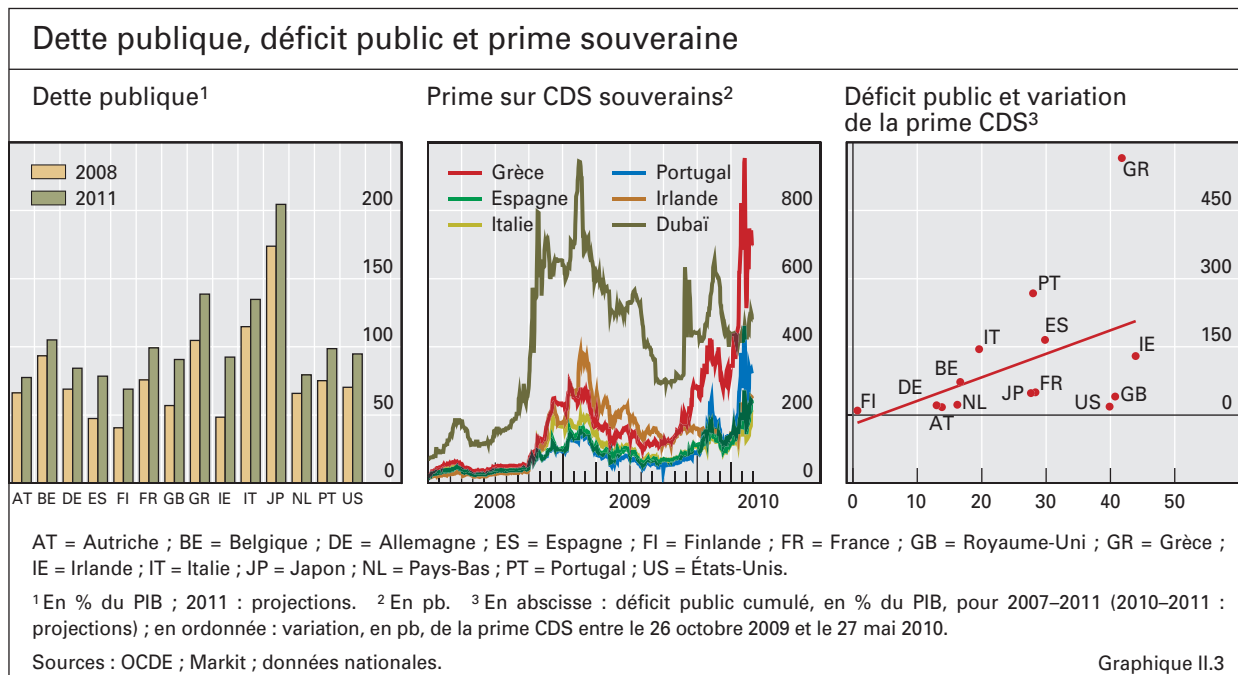
¹ FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2010, chapitre 3 ; Banque d'Espagne, *Boletín Económico*, février 2010, pp. 32-43.

(graphique II.3, cadre de gauche). Pour les gouvernements concernés, ces contraintes viennent s'ajouter à la croissance rapide des engagements implicites non financés liée au vieillissement démographique. Cette conjonction a jeté un sérieux doute sur la viabilité des politiques budgétaires menées dans le monde industrialisé (chapitre V), exacerbant par là même les craintes relatives au risque souverain. En conséquence, les rendements obligataires et les primes CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) sur la dette publique de plusieurs pays ont beaucoup augmenté au cours de l'année écoulée (graphique II.3, cadre du milieu), ce qui a incité les autorités à engager des mesures sans précédent sur plusieurs fronts.

Les préoccupations concernant le risque souverain se sont manifestées dans un premier temps après l'annonce des plans de sauvetage et des programmes de relance budgétaire fin 2008 et début 2009. Elles sont restées quelque peu en retrait durant la plus grande partie de 2009, occultées par les inquiétudes liées au ralentissement de l'activité économique mondiale et à l'aggravation concomitante du chômage. La question du risque souverain a occupé le devant de la scène une première fois en novembre 2009, lorsque les primes CDS sur la dette souveraine de Dubaï ont augmenté après que Dubaï World, l'un des trois véhicules d'investissement stratégiques du pays, a annoncé subitement qu'il cherchait à obtenir un moratoire sur le service de sa dette.

Fin 2009, les projecteurs se sont braqués sur la zone euro, où l'ampleur des déficits budgétaires de plusieurs pays a ouvert la perspective d'une hausse rapide des ratios dette publique/PIB. Les préoccupations se sont centrées sur les finances publiques de la Grèce, mais se sont propagées aussi à des pays confrontés à la conjonction dangereuse d'un déficit budgétaire élevé et d'un manque de compétitivité, tels que le Portugal et l'Espagne. Les rendements obligataires et les primes CDS sur la dette souveraine grecque ont commencé à s'orienter à la hausse en décembre 2009, avant d'exploser fin avril 2010,

...en particulier dans certaines économies de la zone euro



lorsque Standard & Poor's a abaissé la note de la Grèce, classée désormais en catégorie « spéculative ». La même semaine, cette agence a abaissé les notes du Portugal et de l'Espagne, déclenchant là aussi une forte hausse de leurs primes CDS. Début mai, les pays membres de la zone euro et le Fonds monétaire international se sont engagés ensemble sur un prêt d'urgence de \$110 milliards à la Grèce après que son gouvernement s'est engagé à mettre en œuvre de sévères mesures d'austérité. Quelques jours après cette annonce, toutefois, il est apparu clairement que cela ne suffirait pas à calmer les marchés. En réponse à l'envolée des primes sur les obligations et les CDS, les responsables de l'Union européenne et du FMI ont annoncé un plan conjoint de stabilisation des finances publiques d'un montant de €750 milliards. À la suite de cette annonce, les primes sur les obligations d'État et les CDS ont très sensiblement baissé par rapport aux pics de la semaine précédente.

Les pays qui avaient annoncé de façon préventive des mesures de redressement ont été mieux protégés des pressions des marchés. Dans l'ensemble, les amples variations des primes CDS sur la dette souveraine dans la zone euro font apparaître une corrélation positive, bien qu'imparfaite, avec les déficits publics respectifs des différents pays (graphique II.3, cadre de droite). Dans le cas de l'Irlande, cependant, les primes sur la dette publique sont restées relativement stables en 2009 et début 2010, même si les projections pour la période 2007–2011 laissent penser que son déficit budgétaire devrait être supérieur à celui de l'Espagne ou du Portugal, et proche de celui de la Grèce². Cette stabilité s'explique sans doute par la conjonction de mesures d'austérité crédibles annoncées préventivement par le gouvernement irlandais en mars 2009 et de perspectives de croissance plus favorables.

L'importance d'une annonce rapide d'un assainissement des finances publiques est apparue clairement en mai, lorsque les mesures d'austérité dévoilées par les gouvernements grec, portugais et espagnol ont été accueillies sans enthousiasme par les marchés. Les primes sur les obligations et les CDS ont baissé à l'annonce des plans de resserrement budgétaire, mais moins qu'elles ne l'avaient fait en réponse au plan conjoint UE–FMI de €750 milliards. Les investisseurs ont considéré apparemment que les mesures d'austérité prévues – baisses des traitements dans la fonction publique, hausses d'impôts, relèvement de l'âge de départ à la retraite – ne sont que les premières étapes d'un long, mais inévitable, processus de rééquilibrage des finances publiques. Ils continuent aussi de s'interroger sérieusement sur la capacité et la volonté des gouvernements de mener à bien ces mesures d'austérité.

Les préoccupations concernant le risque souverain se sont vite propagées au secteur bancaire. Sans surprise, c'est sur les cours des actions et les primes de risque des banques des pays dont la cote de crédit s'est le plus détériorée (Espagne, Grèce et Portugal) que leur impact a été le plus sensible. Néanmoins, d'autres banques de la zone euro ont été, elles aussi, durement touchées parce qu'elles étaient relativement plus exposées aux secteurs

Répercussions sur
le secteur bancaire

² Les primes CDS sur la dette souveraine des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni ont elles aussi beaucoup moins augmenté que celles des pays très endettés de la zone euro, en dépit de situations budgétaires comparables.

publics de ces pays. Fin 2009, cinq systèmes bancaires de la zone euro (ceux de l'Allemagne, de la Belgique, de la France, de l'Italie et des Pays-Bas) détenaient approximativement 17 % de l'encours de la dette publique grecque, ce qui représentait à peu près 6,5 % du montant agrégé de leurs fonds propres de base. De même, leur exposition aux secteurs publics espagnol et portugais s'établissait à 8,9 % et 4,1 %, respectivement, de leurs fonds propres de base³.

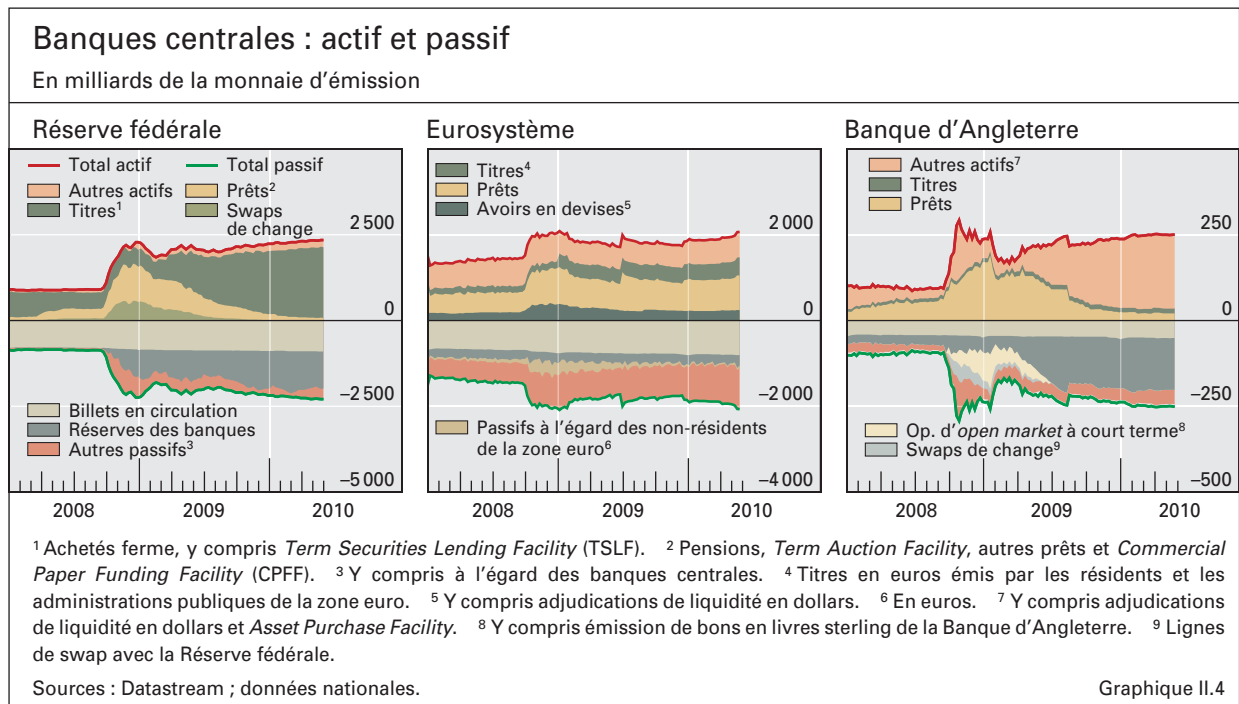
La politique monétaire reste très stimulante

La politique monétaire reste presque partout très expansionniste, même si les banques centrales de certains des pays où la croissance est la plus rapide ont entrepris de réduire les mesures de soutien mises en place pendant la crise. Les taux directeurs demeurent à leurs niveaux planchers dans les grandes économies avancées et le gonflement des bilans des banques centrales reste proche des records atteints durant la crise (graphique II.4). Les taux courts proches de zéro permettent le maintien de coûts de financement peu élevés et améliorent la valeur actualisée nette des paiements futurs. En outre, les achats par les banques centrales ont entraîné, directement ou indirectement, un renchérissement des prix des actifs.

Une politique monétaire très expansionniste

Les disparités de la reprise économique ont pesé sur la politique des banques centrales. Fin 2008 et début 2009, celles-ci s'étaient efforcées avant tout d'empêcher l'effondrement pur et simple du système financier et de limiter la contraction de l'activité économique. À mesure que la reprise a progressé, les réponses se sont diversifiées selon les régions. En Australie,

Un resserrement est opéré dans certains pays à forte croissance...



³ Statistiques bancaires consolidées de la BRI, sur la base du risque ultime, et statistiques de la dette de l'administration centrale établies par l'OCDE.

...alors que les taux directeurs restent proches de zéro dans les grandes économies avancées

au Brésil, en Inde, en Israël, en Malaisie et en Norvège, les banques centrales ont toutes relevé les taux d'intérêt à mesure que la menace d'une grave contraction de l'activité s'éloignait et que les tensions inflationnistes se précisaient. Toutefois, les taux d'intérêt restent peu élevés par rapport à leurs niveaux historiques. La Banque de Réserve de l'Inde a aussi relevé le coefficient de réserves obligatoires applicable aux banques, et la Banque populaire de Chine a fait de même pour enrayer la croissance rapide du crédit.

En revanche, la Réserve fédérale, la BCE, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont maintenu leurs taux directeurs aux bas niveaux atteints durant la crise. Dans la zone euro, le processus de sortie des dispositifs exceptionnels en vigueur depuis deux ans s'était poursuivi jusqu'à ce que les turbulences qui ont secoué les marchés des titres d'État de la zone en mai 2010 entraînent l'adoption d'une série de nouvelles mesures et le rétablissement d'initiatives prises antérieurement. À cette date, la Banque du Japon et la Réserve fédérale avaient démantelé la plupart des facilités de liquidité mises en place durant la crise. Les lignes de swap de la Réserve fédérale avec d'autres banques centrales avaient été officiellement fermées en février 2010, mais certaines des banques centrales partenaires de la Fed avaient mis fin totalement ou partiellement à leurs adjudications de dollars bien avant cette date. La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre avaient arrêté d'acquérir des titres dans le cadre de leurs programmes d'achats massifs, même si elles n'ont pas réduit l'encours des titres ainsi accumulés⁴, et la BCE avait mis fin à ses opérations spéciales de refinancement à trois, six et douze mois.

La détérioration des conditions financières, en particulier dans la zone euro, en avril et mai 2010, a débouché sur une nouvelle série de mesures non conventionnelles. Dans le cadre du plan de sauvetage géant approuvé le 10 mai, la BCE a annoncé qu'elle achèterait les titres émis par les États membres de la zone euro pour fournir des liquidités et faciliter le fonctionnement du marché. Elle a également rétabli les appels d'offres à six mois. La Réserve fédérale a rouvert ses lignes de swap avec d'autres banques centrales en réponse au regain d'inquiétude face à une possible pénurie de liquidité en dollars des banques non américaines (*infra*).

La politique monétaire demeure presque partout très expansionniste, mais elle devra tôt ou tard être resserrée. Premièrement, bien que la production soit toujours très inférieure à son potentiel dans les pays les plus touchés par la crise, la marge de ressources inutilisées pourrait être moins importante que ne semblent l'indiquer les mesures conventionnelles de l'écart de production. L'accumulation de déséquilibres dans la période qui a précédé cette crise laisse penser que la croissance de la production potentielle n'a peut-être pas été aussi forte, alors, qu'on le croyait. De plus, les turbulences financières causées par la

⁴ Même si les achats ont effectivement cessé, ces avoirs peuvent exercer un effet expansionniste car ils influent sur l'offre relative de titres, donc sur leur prix, étant donné que les actifs sont des substituts imparfaits. Il est difficile d'évaluer de façon empirique l'ampleur de cet « effet de portefeuille ». Néanmoins, une étude récente de la Banque de Réserve fédérale de New York indique que cet effet explique l'essentiel de la forte baisse des rendements à long terme observée sur un large éventail de titres suite aux achats d'actifs par la Fed. J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache et B. Sack, *Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?*, Banque de Réserve fédérale de New York, Staff Reports, n° 441, mars 2010.

crise et les pertes de compétences induites par le chômage de longue durée pourraient réduire pendant quelque temps la croissance potentielle. Il se peut donc que les tensions inflationnistes réapparaissent plus vite que prévu. Deuxièmement, les taux d'intérêt peu élevés provoquent des distorsions qui pourraient avoir des effets secondaires négatifs (chapitre III). Cela dit, le redressement des finances publiques engagé dans certains pays réduira la stimulation budgétaire, ce qui influera sur la politique monétaire.

Des banques fragiles

Après une année 2008 catastrophique, les bilans de bon nombre de grandes banques américaines et européennes se sont améliorés. Les injections de capital ayant permis d'éviter l'implosion du système bancaire, les banques, aidées en cela par l'appréciation des actifs et l'accentuation de la pente de la courbe des rendements, sont redevenues rentables en 2009 (tableau II.1). La crainte d'un effondrement imminent du système s'atténuant chez les investisseurs en cours d'année, les primes des CDS et des obligations des établissements bancaires ont très nettement diminué (graphique II.5, cadre de gauche).

Globalement, l'argent frais injecté dans les banques – en grande partie par les États – a presque comblé les pertes subies par celles-ci durant la crise. Ces pertes et les dépréciations d'actifs totalisaient \$1 306 milliards à la mi-avril 2010, comparés aux \$1 236 milliards de fonds levés par les banques⁵. Fin 2009, les augmentations de capital des banques américaines et européennes

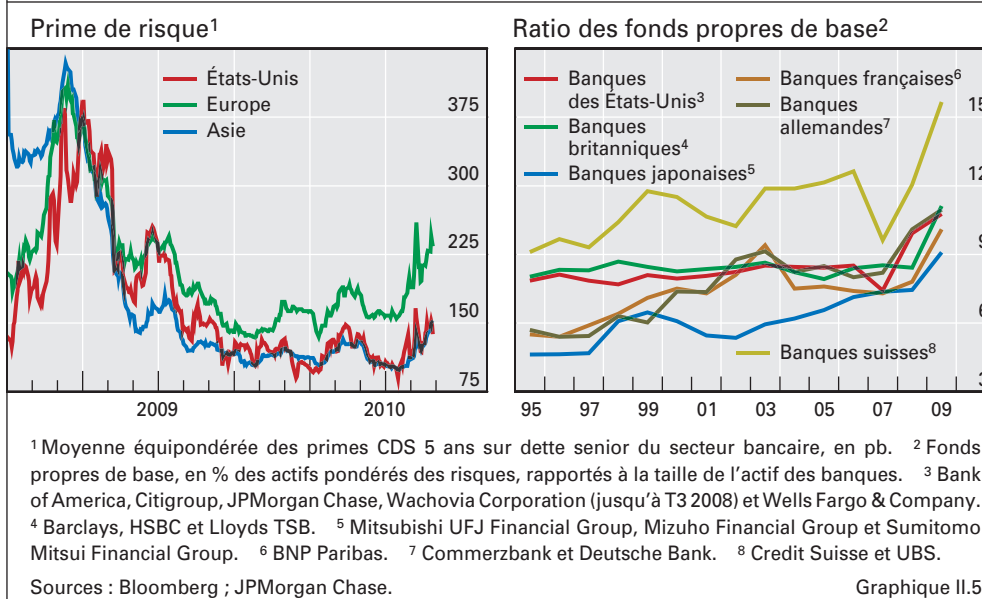
Les augmentations de capital ont fait progresser les ratios de fonds propres de base

Grandes banques : rentabilité ¹													
En % du total de l'actif													
		Bénéfice avant impôt			Marge d'intérêt nette			Gain net du négoce			Commissions nettes		
		2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²
Allemagne	(7)	0,26	-0,45	-0,03	0,52	0,62	0,78	0,05	-1,01	0,19	0,43	0,34	0,38
Australie	(4)	1,40	0,99	0,93	1,68	1,64	1,87	0,12	0,07	0,11	0,50	0,48	0,47
Autriche	(3)	1,12	0,46	0,63	1,95	2,44	2,46	0,17	-0,08	0,34	1,01	1,00	0,92
Canada	(5)	1,08	0,45	0,68	1,43	1,38	1,69	...	-0,31	0,13	1,09	0,81	0,93
Espagne	(5)	1,44	1,07	0,93	1,72	1,85	2,27	0,15	0,19	0,12	0,82	0,74	0,73
États-Unis	(8)	0,96	0,28	0,41	2,23	2,30	2,70	0,05	0,02	0,27	0,68
France	(6)	0,41	0,04	0,18	0,49	0,68	1,05	0,56	-0,24	0,25	0,47	0,39	0,44
Italie	(5)	0,88	0,27	0,37	1,73	2,02	1,92	0,09	-0,26	0,11	0,95	0,85	0,82
Japon	(13)	0,59	-0,16	0,28	0,95	0,93	0,96	0,23	0,04	0,12	0,41	0,36	0,34
Pays-Bas	(5)	0,16	-0,57	-0,08	0,68	0,97	1,24	0,15	-0,61	0,01	0,34	0,30	0,35
Royaume-Uni	(8)	0,76	-0,05	-0,05	1,02	0,87	0,94	0,49	-0,07	0,51	0,58	0,40	0,47
Suède	(4)	0,89	0,67	0,34	0,97	0,99	1,02	0,16	0,15	0,27	0,58	0,44	0,41
Suisse	(6)	0,38	-1,75	0,21	0,53	0,61	0,56	0,28	-0,68	0,58	1,01	0,93	0,92

¹ Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon 2009. ² Dernières données disponibles.
Source : Bankscope. Tableau II.1

⁵ À la mi-avril 2010, les banques nord-américaines avaient levé \$518 milliards, soit l'équivalent de 72 % de leurs pertes déclarées, et les banques européennes \$341 milliards, soit à peu près l'équivalent de leurs pertes annoncées. Les capitaux mobilisés par les banques asiatiques totalisaient plus du triple de leurs pertes annoncées (\$34 milliards).

Systèmes bancaires : indicateurs de solidité



– conjuguées au ralentissement de la croissance du crédit et au redéploiement des fonds au profit de titres d'État plus sûrs et d'actifs liquides – ont permis de porter les ratios de fonds propres de base à des niveaux sans précédent depuis 15 ans (graphique II.5, cadre de droite).

La pérennité des profits bancaires n'est pas assurée...

Malgré l'amélioration des bilans bancaires, plusieurs facteurs conduisent à se demander si les banques pourront dégager durablement des profits. Premièrement, les bénéfices affichés en 2009 par de nombreuses banques européennes et américaines provenaient en grande partie du produit des transactions sur les marchés des valeurs à revenu fixe et des devises, qui tend à être volatil (tableau II.1). Les ratios prêts/dépôts de beaucoup de grandes banques internationales ont baissé en 2009, et les données agrégées pour les États-Unis, la zone euro et le Japon montrent que le crédit au secteur privé (graphique II.7, cadre de gauche) s'est contracté en 2009, après le ralentissement enregistré au milieu de 2008 lorsque les banques ont durci leurs conditions de prêt.

...si la courbe des rendements s'aplatit...

Deuxièmement, la faible volatilité et la forte pente de la courbe des rendements, particulièrement pour les échéances les plus courtes, ont incité les banques à prendre un risque de duration. Les ratios portage/risque associés à ces stratégies ont fortement augmenté jusqu'à avril 2010 (graphique II.1, cadre inférieur droit). Dans un contexte de stagnation des prêts aux entreprises et à l'immobilier résidentiel, les banques ont pu dégager des bénéfices au cours de la période récente en canalisant simplement les fonds vers des titres à plus long terme sans risque de défaut. Ce faisant, elles se sont exposées au risque qu'un aplatissement de la courbe des rendements n'augmente leurs coûts de financement ou n'entraîne des pertes sur la valorisation au cours du marché de leurs actifs.

...et les dépréciations d'actifs continuent

Troisièmement, il n'est pas sûr que les pertes liées à la crise aient été comptabilisées dans leur totalité. Ainsi, compte tenu des obligations de

déclaration moins contraignantes, dans leur teneur et leur calendrier, imposées aux banques européennes, il est plus difficile de déterminer l'ampleur des dépréciations d'actifs auxquelles ces institutions devront procéder à l'avenir. En outre, il apparaît de plus en plus que l'on peut s'attendre à ce que l'exposition à l'immobilier commercial entraîne de nouvelles pertes. L'immobilier commercial aux États-Unis a perdu plus d'un tiers de sa valeur par rapport à son pic, et le taux d'impayés sur les prêts immobiliers commerciaux a dépassé 8 %, soit le double par rapport à fin 2008 et plus du quadruple par rapport à fin 2006. Le marché de l'immobilier commercial de nombreux pays européens ne s'est pas beaucoup mieux comporté. En Irlande et au Royaume-Uni, notamment, les prix de l'immobilier commercial ont chuté de 39 % et 46 %, respectivement, par rapport à leurs pics, et les pertes enregistrées au bilan des banques européennes devraient s'alourdir dans les années qui viennent. Les quelques informations disponibles laissent penser que certaines banques ont choisi de renouveler les prêts existants plutôt que de provoquer des saisies immobilières, retardant par là même la reconnaissance des pertes.

Quatrièmement, les banques sont très exposées au risque souverain, comme l'a montré la forte baisse, au second trimestre 2010, des cours des actions des établissements gros détenteurs de titres d'État grecs, portugais ou espagnols. Alors qu'il était reconnu de longue date dans le cas des banques des ÉcÉm, le risque lié à ce type d'exposition avait été négligé dans le cas des économies avancées.

Comme pour les ÉcÉm, le risque souverain existe pour les économies avancées

Cinquièmement, les banques pourraient éprouver des difficultés à se refinancer, étant donné les importants besoins en capitaux auxquels on s'attend de la part des États. Les échéances moyennes de leurs ressources diminuent et n'ont jamais été aussi courtes depuis 30 ans (graphique II.6, cadre du milieu), ce qui accentue les besoins de refinancement. En outre, plus de 60 % de la dette à long terme des banques seront exigibles dans les trois ans qui viennent (graphique II.6, cadre de gauche). De fait, le creusement des écarts entre le Libor et le taux des OIS après avril 2010 (graphique II.1, cadre inférieur gauche) montre que les refinancements interbancaires en blanc sont devenus plus onéreux. Cela dit, ces écarts restent très faibles par rapport à ce qu'ils étaient au plus fort de la crise, fin 2008.

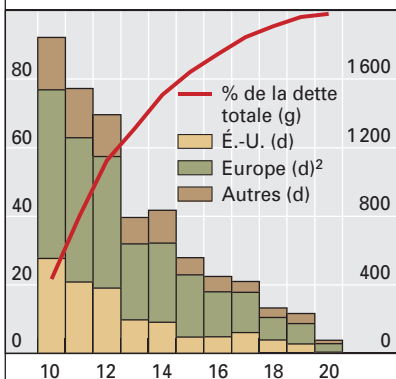
Les passifs à court terme augmentent les besoins de refinancement

Enfin, de nombreuses banques, européennes ou non, restent fortement tributaires du marché des swaps cambistes pour financer leurs actifs en dollars. Selon les estimations, elles détiennent encore à leurs bilans 7 000 milliards d'actifs libellés en dollars, dont une fraction importante est à long terme. De plus, les systèmes bancaires européens qui avaient des positions longues en dollars au déclenchement de la crise (banques allemandes, britanniques, néerlandaises et suisses) affichent encore des besoins de financement considérables. L'estimation basse de leurs besoins de dollars à court terme s'établissait à un peu plus de 500 milliards de dollars fin 2009 (graphique II.6, cadre de droite). Au moment où l'exposition de ces banques à la dette grecque et à d'autres dettes souveraines européennes exacerbe les craintes relatives au risque de crédit, les fournisseurs de financements à court terme sont de nouveau peu disposés à accorder des

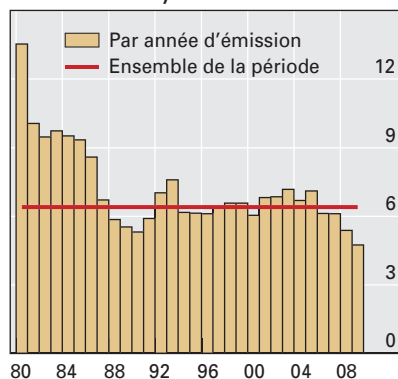
Le problème des liquidités en dollars a resurgi

Systèmes bancaires : tensions sur les financements

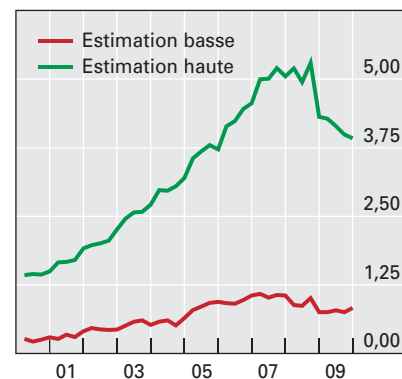
Dette des banques :
échéance résiduelle¹



Dette des banques :
échéance moyenne³



Banques européennes : besoins
de financement en dollars⁴



¹ Titres consortiaux, assortis d'une échéance initiale supérieure à 1 an, placés sur les marchés locaux et internationaux, en milliards de dollars ; hors actions préférentielles et obligations convertibles. ² Zone euro, Royaume-Uni et Suisse. ³ En années. ⁴ Estimations des besoins de financement à court terme des banques internationales ayant leur siège dans les pays suivants : Allemagne, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suisse ; en milliers de milliards de dollars. Pour la méthodologie, voir I. Fender et P. McGuire, « European banks' US dollar funding pressures », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2010.

Sources : Dealogic ; Moody's ; BRI, statistiques bancaires consolidées (sur la base de l'emprunteur direct et du risque ultime) ; BRI, statistiques bancaires territoriales par pays d'origine des banques. Graphique II.6

ressources en dollars. Le 9 mai 2010, dans le cadre du plan global visant à répondre au risque grandissant de contagion des signatures souveraines et des établissements financiers de la zone euro, la Réserve fédérale et les autres grandes banques centrales ont réactivé leurs facilités de swap temporaires en devises pour atténuer les tensions croissantes.

Endettement des ménages : où en sommes-nous ?

Avant la crise, la dette des ménages s'était considérablement alourdie dans un certain nombre d'économies avancées⁶. Les données historiques laissent penser que les crises financières associées aux booms du crédit ont souvent été suivies d'une longue période de réduction de la dette dans le secteur privé, les entreprises et les ménages s'appliquant à assainir leur bilan. De fait, si l'on considère la plupart des 24 crises bancaires systémiques analysées dans l'encadré de la page suivante, le ratio crédit au secteur privé/PIB a enregistré, après la crise, plusieurs années de forte baisse qui ont effacé en grande partie la hausse survenue lors du précédent boom du crédit⁷. Il semble donc que les ratios d'endettement des ménages, qui avaient connu un essor rapide dans de nombreux pays lors de la période précédant la crise actuelle, devront encore être corrigés.

Le crédit au secteur privé a ralenti

Le processus de réduction de la dette privée a déjà commencé. Dans les grandes économies avancées (à l'exception du Japon), le crédit au secteur privé avait fortement augmenté au cours des années qui ont précédé la crise,

⁶ Voir BRI, *79^e Rapport annuel*, juin 2009, pp. 4-7.

⁷ L'analyse des épisodes historiques porte sur le crédit au secteur privé, car les chiffres de la dette des ménages ne sont le plus souvent pas disponibles.

Dynamique du crédit après une crise : les leçons du passé

Les crises financières débouchent souvent sur une période prolongée de désendettement. Sur un échantillon de 24 crises bancaires systémiques,^① 15 ont été suivies par une chute du ratio crédit/PIB de 39 points de pourcentage, en moyenne, entre les pics et les creux, soit environ 8 points par an, chute qui n'est que légèrement inférieure à la croissance menant au pic précédent (48 points de pourcentage en moyenne). Contre toute attente peut-être, le degré de réduction de la dette n'est pas très différent entre économies émergentes et économies avancées. Après la crise bancaire du début des années 1990, le ratio crédit/PIB a reculé de 44 points de pourcentage en Finlande, 38 en Norvège et 35 en Suède, des chiffres qui correspondent à peu près à la moyenne de l'échantillon. Au Japon, le ratio du crédit au secteur privé a perdu 25 points de pourcentage après avoir culminé à la fin des années 1990. Dans la plupart des pays, la baisse initiale de cette mesure de l'endettement était essentiellement due à une diminution de l'encours du crédit en termes réels ; dans les années de désendettement qui ont suivi, la croissance du PIB était la principale cause.

Il est difficile d'identifier les coûts économiques du désendettement à un niveau aussi global. Pendant la phase de réduction de la dette après la crise, l'expansion de la production s'est poursuivie au rythme moyen de 2,4 % par an, un taux légèrement inférieur à la moyenne enregistrée lors du précédent boum du crédit. Cela étant, la croissance a considérablement varié selon les pays après la crise, ralentissant fortement en Indonésie, en Malaisie, au Mexique et en Thaïlande, notamment, et s'accéléralant ailleurs.

^① L'échantillon est tiré de : S. Cecchetti, M. Kohler et C. Upper, « Financial crisis and economic activity », document présenté lors du colloque « Financial stability and economic policy » organisé par la Banque de Réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole, au Wyoming, 20–22 août 2009. Sur les 40 crises de l'échantillon, 6 n'ont pas été prises en compte ici en raison de la mauvaise qualité des données sur le crédit, et 10 autres – 2 qui coïncidaient avec des périodes d'hyperinflation et 8 qui ont eu lieu durant la transition du socialisme à une économie de marché – ont été écartées parce qu'il était peu probable qu'elles donnent des indications utiles sur la situation actuelle.

Ratio crédit/PIB¹

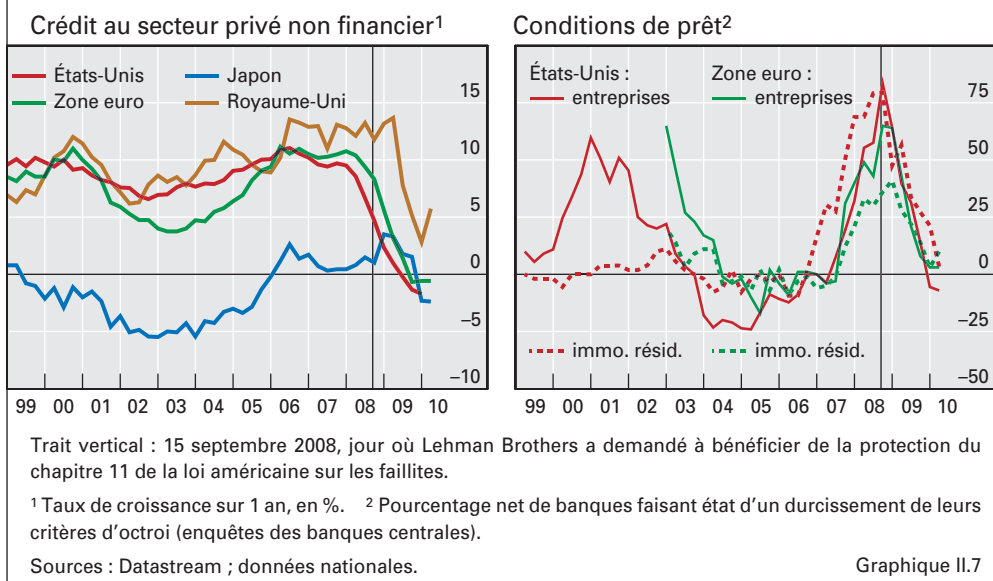
	Crise : date	Ratio crédit/PIB : dates des points extrêmes			Variation du ratio crédit/PIB ²		Croissance annuelle du PIB réel	
		Creux précédent	Pic	Creux suivant	Creux– pic	Pic– creux	Creux– pic	Pic– creux
Argentine	Déc. 01	Sept. 95	Juin 02	Sept. 05	20	–30	2,3	1,1
Colombie	Juin 98	Mars 92	Déc. 98	Mars 05	19	–24	3,8	2,4
Rép. dominicaine	Avr. 03	Juin 95	Juin 03	Mars 07	29	–26	5,2	5,9
Finlande	Sept. 91	Mars 80	Mars 92	Mars 98	51	–44	2,0	2,6
Indonésie	Nov. 97	Mars 93	Juin 98	Juin 02	83	–104	3,6	0,1
Japon	Nov. 97	Déc. 80	Juin 99	Déc. 08	38	–25	1,8	0,4
Malaisie	Juil. 97	Sept. 93	Mars 98	Mars 01	75	–36	6,5	2,0
Mexique	Déc. 94	Sept. 88	Mars 95	Déc. 96	27	–19	2,3	–0,5
Nicaragua ³	Août 00	Juin 96	Déc. 00	Mars 02	19	–15	5,0	2,6
Norvège	Oct. 91	Mars 80	Juin 90	Déc. 96	66	–38	2,7	3,7
Philippines	Juil. 97	Juin 91	Déc. 97	Mars 00	60	–18	3,1	3,0
Russie	Août 98	Mars 96	Mars 99	Juin 01	32	–30	–0,6	6,9
Suède	Sept. 91	Sept. 85	Sept. 90	Mars 96	46	–35	2,5	1,2
Thaïlande	Juil. 97	Déc. 93	Déc. 97	Juin 02	89	–79	6,2	0,8
Uruguay ³	Janv. 02	Mars 95	Sept. 02	Mars 07	69	–64	0,5	4,1
<i>Moyenne</i>					<i>48</i>	<i>–39</i>	<i>3,1</i>	<i>2,4</i>

¹ Crédit : somme du crédit au secteur privé intérieur (selon les Statistiques financières internationales du FMI) et des créances transfrontières consolidées des banques déclarantes BRI envers le secteur privé non bancaire (sur la base de l'emprunteur direct). ² En pts de % du PIB nominal. ³ Chiffres du PIB annuel.

Sources : FMI, Statistiques financières internationales ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

Tableau II.A

Évolution du crédit et des conditions de prêt

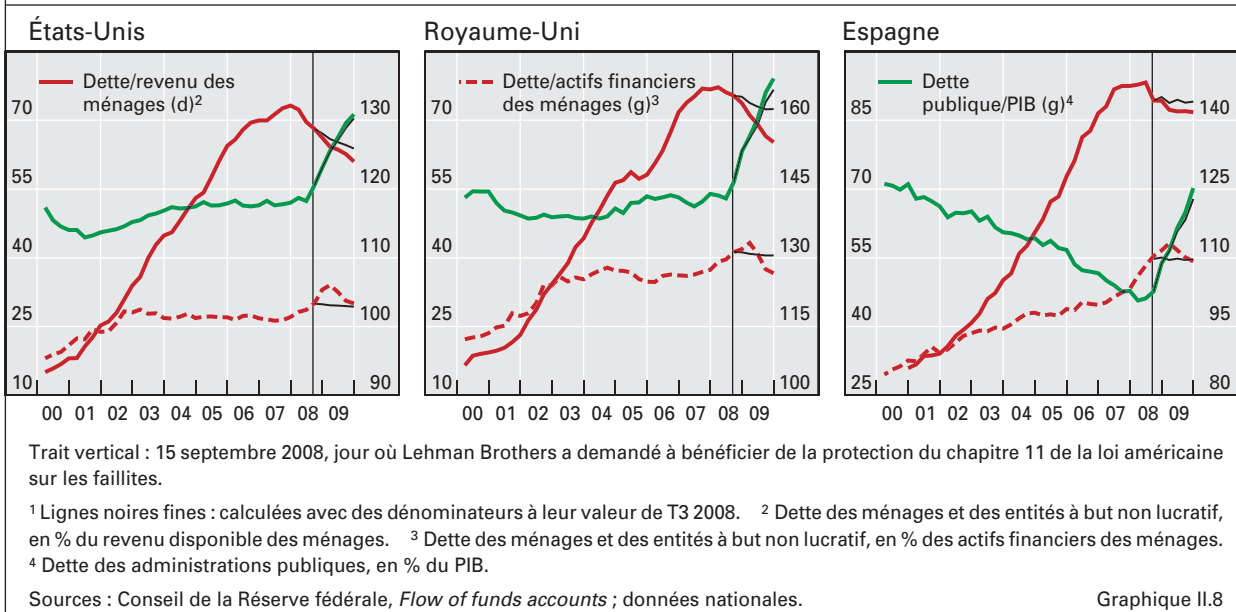


mais s'est très sensiblement contracté en 2009 et début 2010, lorsque les banques ont resserré leurs conditions de prêt (graphique II.7)⁸.

Les ratios d'endettement des ménages ont commencé à diminuer...

Les ménages des pays qui ont connu des épisodes d'explosion du crédit liés à l'immobilier ont commencé à réduire leur endettement. Fin 2009, le ratio dette/revenu disponible des ménages en Espagne et aux États-Unis avait diminué de 7 points de pourcentage par rapport à ses pics respectifs en 2007 et 2008, et de plus de 10 points au Royaume-Uni (graphique II.8), même si cette

Endettement des ménages et dette publique¹



⁸ À l'inverse, le crédit a continué d'augmenter – parfois à un rythme accéléré – dans beaucoup d'économies émergentes. Pour une analyse du cas extrême, voir E. Chan et H. Zhu : « Analysing bank lending data in China », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2009, pp. 20–21.

baisse s'explique en partie par la hausse des revenus des ménages. Le ratio de levier de ces derniers, défini comme le ratio dette/actifs financiers⁹, a poursuivi sa progression durant la crise lorsque les prix des actifs se sont effondrés. Dans les trois pays, ce ratio a culminé début 2009, et il est désormais égal ou inférieur aux niveaux enregistrés fin septembre 2008.

Quelle que soit la mesure retenue, la dette des ménages dans les trois pays reste très supérieure aux niveaux atteints au milieu de la décennie et *a fortiori*, à ceux auxquels elle se situait avant les épisodes de boum de l'immobilier. Les données historiques laissent donc penser qu'elle fera encore l'objet d'une réduction substantielle.

...mais les données historiques laissent penser que la réduction de la dette se poursuivra

Synthèse

La reprise financière et économique est engagée, mais le processus est à la fois inachevé et fragile, au moins dans les grandes économies avancées. Presque partout dans le monde, la politique monétaire reste très accommodante, en dépit des premières mesures prises pour lui donner une orientation plus neutre dans certaines économies. La politique budgétaire demeurant expansionniste, les niveaux d'endettement public augmentent à un rythme alarmant. Les banques dégagent à nouveau des bénéfices et ont réduit leur taux d'endettement, mais plusieurs facteurs font douter de la pérennité de leurs profits et de leur capacité de se procurer des financements. L'investissement privé reste faible et la croissance économique est toujours tirée, dans une large mesure, par la reconstitution des stocks. Parallèlement, certaines économies émergentes sont confrontées au problème inverse : l'impact direct de la crise sur la production a été plus faible qu'on ne le craignait et les politiques expansionnistes conduites tant à l'intérieur qu'à l'extérieur ont porté la croissance au seuil de la surchauffe.

Un resserrement de la politique budgétaire se profile à l'horizon. La réévaluation brutale de la viabilité des finances publiques par les marchés a d'ores et déjà obligé certaines économies de la zone euro à engager des mesures d'austérité qui auront nécessairement des effets de contraction beaucoup plus abrupts que ceux qu'aurait entraînés une sortie opérée au moment opportun.

Les autorités monétaires devront tenir compte des effets des mesures d'assainissement des finances publiques lorsqu'il s'agira de décider à quel moment normaliser l'orientation de leur politique. Opter prématurément pour un resserrement serait à l'évidence risqué, mais retarder le processus le serait tout autant. Il était nécessaire de ramener les taux d'intérêt à des niveaux aussi bas pour empêcher l'effondrement total du système financier et de l'économie réelle, mais le fait de les maintenir trop longtemps à cet étiage pourrait aussi retarder l'ajustement indispensable à un modèle économique et financier plus viable.

⁹ Il s'agit là d'une mesure imparfaite, puisqu'elle exclut l'immobilier et la valeur actualisée du capital humain.