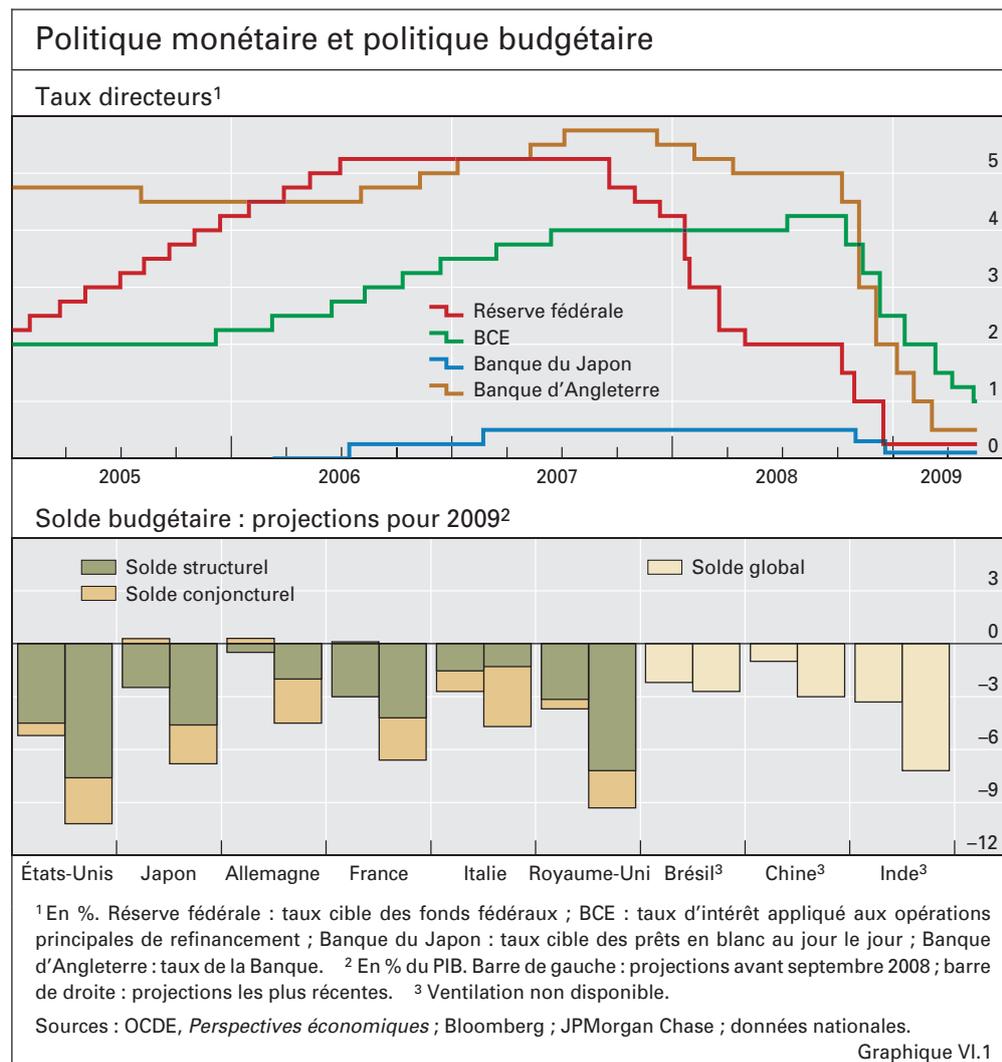


VI. Ripostes des autorités face à la crise

L'intensification de la crise financière pendant sa troisième phase, en septembre–octobre 2008, et le net ralentissement de l'économie mondiale qui en a résulté durant la quatrième (voir tableau I.1 pour une vue d'ensemble des différentes phases de la crise) ont entraîné une riposte sans précédent des autorités. Les banques centrales du monde entier ont procédé à des réductions massives des taux directeurs, qui, dans de nombreux cas, se sont approchés du seuil zéro (graphique VI.1, cadre supérieur). Ces mesures auraient dû soutenir massivement l'activité, mais les dysfonctionnements du système financier en ont profondément atténué l'effet. Aussi les grandes banques centrales ont-elles pris des mesures supplémentaires. Simultanément, une



première série de plans de sauvetage des banques, annoncés au quatrième trimestre 2008, s'est avérée insuffisante pour stabiliser le système financier. Les gouvernements ont donc été contraints d'en modifier les conditions et d'en étendre le champ. En fin d'année 2008, il apparaissait de plus en plus clairement que ni les initiatives de politique monétaire ni les plans de sauvetage n'empêcheraient une vive contraction de l'économie réelle. Les pouvoirs publics ont dès lors introduit d'importantes mesures de relance budgétaire destinées à soutenir la demande globale (graphique VI.1, cadre inférieur).

La détérioration exceptionnelle des perspectives économiques fin 2008 et début 2009 exigeait des mesures extraordinaires de la part des autorités, qui font l'objet des trois prochaines sections du présent chapitre. Au moment de la rédaction de ce rapport annuel, la question de savoir si ces plans pourront entraîner une reprise soutenue restait ouverte. La quatrième section du chapitre expose les principales sources d'interrogation à ce sujet, à savoir, d'une part, les progrès mitigés dans la résolution des problèmes de fond du secteur financier et, d'autre part, les risques inhérents aux politiques budgétaires et monétaires expansionnistes mises en place pendant la période sous revue.

Politique monétaire

Mi-2008, au cœur de la tourmente financière, les banques centrales se sont trouvées confrontées à un double problème : un affaiblissement de la croissance et une inflation toujours élevée. Le ralentissement n'a pas pris la même ampleur et ne s'est pas produit au même moment dans tous les pays. Dans les grandes économies avancées, la croissance était relativement soutenue début 2008, mais elle est devenue négative en milieu d'année (chapitre IV). Même si elle est restée solide dans les économies émergentes, les pays d'Asie orientale et d'Europe centrale tournés vers les exportations ont montré des signes de ralentissement avant la crise de confiance de septembre et octobre (chapitre V). Le taux d'inflation est demeuré bien supérieur à l'objectif (implicite ou explicite) dans la plupart des pays, en raison de fortes hausses des prix de l'alimentation et de l'énergie au premier semestre.

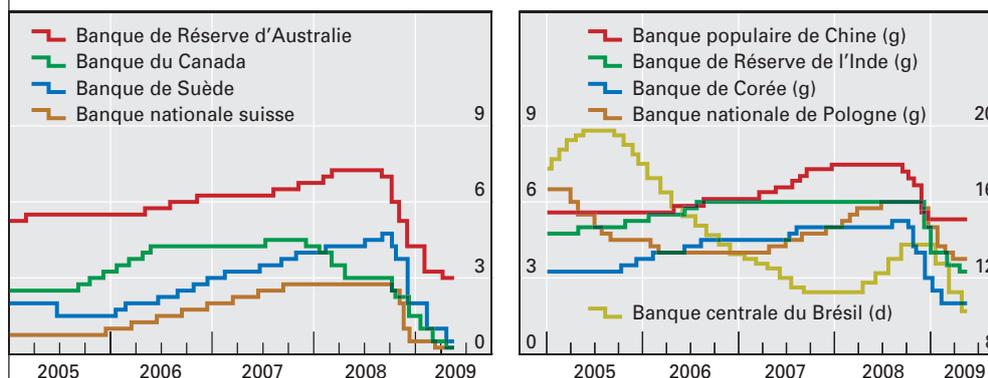
Dans ce contexte, il était difficile de trouver les réponses de politique monétaire appropriées. Il apparaît, rétrospectivement, que les autorités ont sous-estimé l'ampleur du ralentissement à la mi-2008 et la vigueur des forces désinflationnistes associées. Même s'il était certain que le fléchissement économique produirait, à un moment ou à un autre, l'inertie nécessaire pour stabiliser les prix, peu de banques centrales s'attendaient à un repli de l'inflation avant la fin 2009. Entre-temps, une inflation tenace risquait de susciter une poussée durable des anticipations, ce qui pouvait, à terme, se traduire par de plus fortes répercussions des prix des produits de base sur les autres prix et sur les salaires. C'est pourquoi les banques centrales des économies avancées comme des économies émergentes ont maintenu leurs taux constants ou les ont relevés.

Mi-2008, le ralentissement de la croissance et le niveau élevé de l'inflation...

...ont compliqué les choix des autorités

Taux directeurs de quelques autres banques centrales¹

En %



¹ Banque de Réserve d'Australie : taux cible des liquidités ; Banque centrale du Brésil : taux cible Selic au jour le jour ; Banque du Canada : taux cible du financement 1 jour ; Banque populaire de Chine : taux des fonds de roulement 1 an ; Banque de Corée : taux de base (jusqu'en mars 2008 : taux cible au jour le jour) ; Banque de Réserve de l'Inde : taux des mises en pension ; Banque nationale de Pologne : taux de référence 7 jours ; Banque de Suède : taux des prises en pension ; Banque nationale suisse : point médian de la fourchette cible du Libor 3 mois.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

Graphique VI.2

Nettes réductions des taux directeurs après la faillite de Lehman Brothers

La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre, suivie de plusieurs semaines de tensions extrêmes sur les marchés de la dette, de menaces croissantes pesant sur la stabilité d'établissements financiers de premier plan et d'accentuation du ralentissement économique, a marqué un tournant pour l'économie mondiale et la politique monétaire. Le 8 octobre, en annonçant simultanément une réduction de leurs taux d'intérêt, six grandes banques centrales ont mené une action concertée sans précédent. D'autres banques centrales dans le monde ont également entrepris d'abaisser rapidement leurs taux directeurs (graphique VI.1, cadre supérieur, et graphique VI.2). Le recul mondial de la production et de l'inflation enregistré au quatrième trimestre 2008 et début 2009 a largement dépassé le repli de la croissance attendu seulement quelques mois auparavant. Fin mai 2009, la Réserve fédérale américaine, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque de Suède et la Banque nationale suisse avaient ramené leurs taux directeurs à des niveaux proches de zéro. La Banque centrale européenne a abaissé son principal taux de 3¼ points de pourcentage entre septembre 2008 et mai 2009, mais a interrompu ce mouvement bien avant qu'il ne s'approche de zéro. Cependant, l'abondance de liquidité qu'elle a fournie, à partir de la fin 2008, a poussé les taux au jour le jour à un niveau proche du taux de sa facilité de dépôt, et donc près de zéro. Dans de nombreuses économies émergentes, également, les banques centrales ont réduit leurs taux directeurs, partant de niveaux bien plus élevés.

Une fuite devant la monnaie a entravé la marge de manœuvre de certaines économies

Toutes les banques centrales n'ont pas pu abaisser leurs taux directeurs. Ainsi, une fuite devant la monnaie a contraint les banques centrales de Hongrie, d'Islande et de Russie à un resserrement fin 2008, malgré le recul de l'inflation et le ralentissement de l'économie réelle. Elles ont cependant commencé à réduire progressivement leurs taux au cours des mois suivants.

Les limites des politiques de taux sont devenues plus évidentes dans de nombreux pays, malgré la rapidité et l'ampleur de la détente monétaire après la faillite de Lehman Brothers. Les tensions sur les marchés financiers et la hausse des primes de risque de crédit et de liquidité (chapitre II) ont entravé le mécanisme de transmission. Ainsi, les rendements des obligations d'entreprise ont augmenté malgré la forte baisse des taux directeurs. Certes, les banques ont généralement répercuté la diminution de leurs coûts de financement sur leurs clients, mais elles ont également durci nettement leurs critères de prêt, ce qui a contrebalancé l'effet des réductions de taux sur les conditions générales de financement (chapitre IV).

Les dysfonctionnements du système financier...

Alors que les taux directeurs de nombreux pays s'établissaient à des niveaux historiquement bas, la contrainte du plancher 0 % s'est imposée, alors que, dans de nombreuses économies avancées, l'élargissement de l'écart de production et la baisse du taux d'inflation auraient justifiés des taux négatifs. En outre, d'autres considérations sont intervenues dans l'interruption de la baisse des taux directeurs à des niveaux légèrement supérieurs à zéro. Les taux des dépôts bancaires étant généralement inférieurs aux taux du marché monétaire, les premiers peuvent atteindre zéro même si les seconds restent positifs. Lorsque tel est le cas, toute nouvelle réduction des taux de marché risque de ne pas être transmise aux ménages et aux entreprises, car les banques doivent, pour rester rentables, conserver une marge entre taux des dépôts et taux de leurs prêts. De même, les fonds de placement monétaires risquent de ne plus enregistrer de bénéfice lorsque les taux sont très bas.

...et le plancher de 0 % ont limité l'efficacité de la politique de taux

Élargissement du champ des mesures

Dans ce contexte, de nombreuses banques centrales ont pris de nouvelles mesures pour améliorer le fonctionnement des marchés de la dette et assouplir les conditions financières. Étant donné l'ampleur inhabituelle des initiatives prises dans de nombreux pays, il est utile de fournir ici une grille de lecture de différents aspects des réactions des banques centrales.

Cadre général d'évaluation des réactions des autorités

De nos jours, les banques centrales mènent généralement leur politique monétaire à travers des objectifs de taux d'intérêt à très court terme. Cette approche s'articule autour de deux éléments principaux. Elle vise, d'une part, à indiquer l'orientation souhaitée de la politique monétaire par l'annonce du taux d'intérêt directeur¹. Elle se traduit, d'autre part, par la conduite d'opérations de gestion de la liquidité (définies largement afin d'inclure divers aspects du cadre opérationnel, comme l'échéance, la tarification et les sûretés exigées en échange de la liquidité de banque centrale) qui soutiennent l'orientation souhaitée en maintenant le taux de marché le plus pertinent à un niveau conforme à celui du taux directeur. Les opérations de gestion de la liquidité sont généralement soigneusement conçues et mises en œuvre pour n'influencer que le taux de marché ciblé. Elles ne remplissent par conséquent

Opérations sur la liquidité en temps normal...

¹ Le taux directeur peut prendre la forme d'un taux fixé pour les opérations de la banque centrale, comme le taux de soumission minimal appliqué aux appels d'offres de la BCE, ou être simplement un objectif annoncé pour un taux de marché, comme le taux cible des fonds fédéraux dans le cas de la Réserve fédérale.

qu'un rôle de soutien et n'apportent aucune information sur l'orientation de la politique monétaire.

...et en périodes de crise

Cependant, les opérations de gestion de la liquidité peuvent aussi être délibérément utilisées pour agir, en complément du taux directeur, sur certains éléments spécifiques du mécanisme de transmission, tels que le prix de certains actifs, les rendements et les conditions de financement. Dans ce cas, les opérations de liquidité n'ont plus simplement un rôle passif, mais font partie intégrante de l'orientation générale de la politique monétaire. Elles entraînent habituellement d'importantes modifications des bilans des banques centrales (en termes de volume, composition et profil de risque). Nous parlerons donc d'une **politique de bilan**.

La politique de bilan varie en ce qui concerne le choix du marché cible...

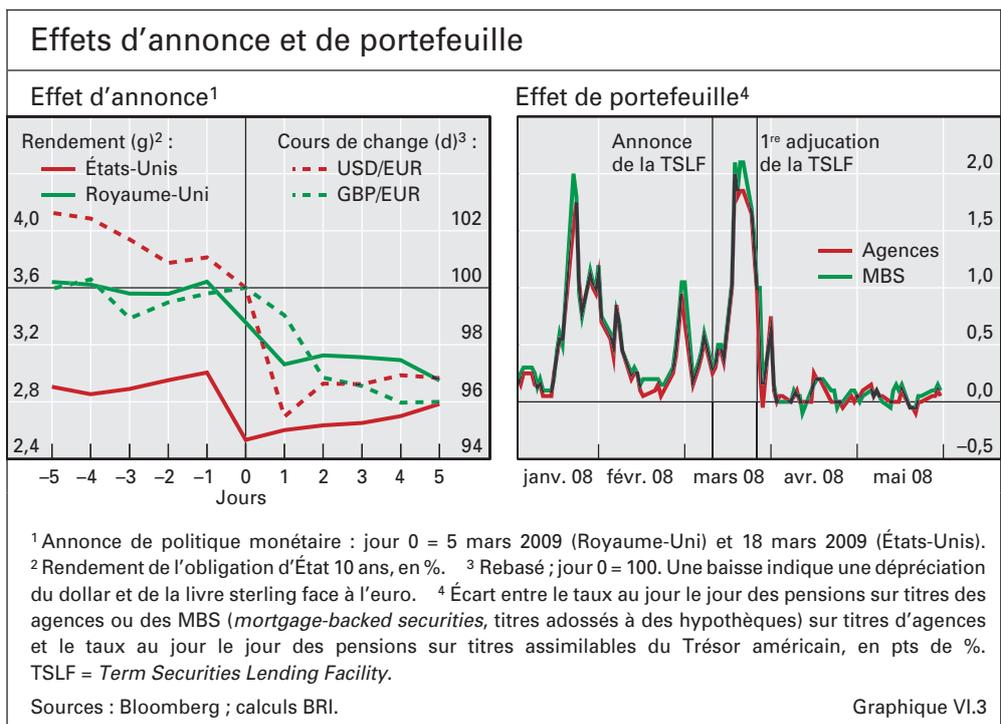
Les différentes formes de politique de bilan se distinguent par le marché sur lequel elles agissent. La forme la plus courante est l'intervention stérilisée sur les changes. Dans ce cas, les achats et ventes de devises cherchent à influencer le niveau du cours de change, indépendamment du taux directeur, qui définit l'orientation de la politique monétaire. Pendant la crise actuelle, la politique de bilan a également été utilisée pour cibler les taux du marché monétaire au-delà du jour le jour, les rendements des obligations d'État à long terme et diverses primes de risque. Si la justification, les mécanismes sous-jacents, les canaux et les implications pour le bilan de cette variante sont semblables à ceux d'une intervention sur les changes, le **choix du marché** est atypique, voire sans précédent. C'est le choix du marché qui a rendu certaines interventions récentes des banques centrales « non conventionnelles », et non l'approche globale qui consistait à essayer d'agir sur des éléments particuliers du mécanisme de transmission **au-delà** de l'influence du taux directeur.

...et peut être mise en œuvre quel que soit le niveau des taux

Une caractéristique importante de la politique de bilan est qu'elle peut être utilisée **quel que soit** le niveau des taux d'intérêt. C'est le cas le plus souvent des interventions sur les changes. Tant que les banques centrales sont en mesure de mener des opérations de stérilisation, ni l'expansion des portefeuilles d'actifs ni la modification de leur composition ne les empêchera de maintenir les taux directeurs à des niveaux proches de leur objectif. De fait, de nombreuses banques centrales asiatiques qui ont mené des interventions sur les marchés des changes au cours des dernières années sont parvenues à atteindre leur taux cible, malgré une importante expansion de leur bilan.

La politique de bilan fonctionne par le canal de l'effet d'annonce...

En principe, les effets de la politique de bilan peuvent être transmis par deux grands canaux. Le premier est l'effet d'annonce, qui fonctionne un peu comme celui utilisé pour atteindre les taux cibles à court terme. Dans ce cas, les opérations menées par la banque centrale ou l'annonce de ces opérations influencent les attentes du public en ce qui concerne les facteurs clés de la valorisation d'un actif par le marché. Il peut s'agir notamment des anticipations concernant l'orientation future de la politique, l'inflation, les pénuries relatives de certains actifs ou leur profil de risque et de liquidité. Ainsi, l'information selon laquelle la banque centrale est prête à effectuer des opérations sur des actifs illiquides peut suffire à augmenter la confiance des investisseurs dans ces actifs, et donc à réduire la prime de liquidité et à stimuler les volumes d'échange. L'effet d'annonce peut être assez puissant, comme en atteste la nette baisse des rendements des obligations d'État à



long terme et du cours de change qui s'en est suivi aux États-Unis et au Royaume-Uni après l'annonce, par la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre respectivement, de leur intention d'acheter des obligations d'État (graphique VI.3, cadre de gauche ; voir chapitre II pour d'autres exemples).

Le deuxième canal de transmission (version élargie de l'effet de portefeuille classique) repose sur l'effet des opérations de banque centrale sur les portefeuilles du secteur privé. Lorsque les actifs ne sont pas exactement substituables les uns aux autres, les variations de l'offre relative d'actifs induites par les opérations de banque centrale modifient fortement la composition des portefeuilles. Les rendements relatifs des actifs sont alors amenés à se modifier, ce qui risque, à son tour, d'avoir des répercussions sur l'économie réelle. Dans la mesure où ce processus provoque un renforcement des bilans, une hausse de la valeur des sûretés et une augmentation de la richesse nette, il peut atténuer des contraintes pesant sur le crédit, une baisse des primes sur les financements externes et, du même coup, une reprise de l'intermédiation du secteur privé. Ainsi, lorsque des titres privés à risque sont achetés à une banque en échange de titres de dette sans risque sur le secteur public, l'amélioration résultante du profil de risque du bilan de l'établissement pourrait accroître à la fois sa volonté et sa capacité d'accorder des prêts.

L'impact de la TSLF (*Term Securities Lending Facility*, facilité de prêts de titres à terme) de la Réserve fédérale sur l'écart entre taux des pensions assorties de sûretés du Trésor et taux des pensions assorties d'autres sûretés (indicateur de la relative rareté de ces deux types de sûretés) constitue un bon exemple de l'effet de portefeuille pendant l'épisode actuel de tensions. L'efficacité de telles opérations de prêt de titres dépend directement de leur incidence sur l'offre relative de sûretés sur le marché. Le fait que les écarts sur taux des pensions n'aient diminué qu'après la mise en œuvre de la TSLF

...et de l'effet de portefeuille

– et pas dès son annonce – illustre le fonctionnement de l’effet de portefeuille, qui est différent de celui de l’effet d’annonce (graphique VI.3, cadre de droite).

« Assouplissement quantitatif » et « assouplissement des conditions du crédit »

On s’interroge à l’heure actuelle pour savoir si la composition même du passif d’une banque centrale joue un rôle dans l’efficacité de la politique de bilan. Ainsi, le point central d’un assouplissement quantitatif (c’est ainsi que l’on a décrit les opérations menées par la Banque du Japon entre 2001 et 2006) est l’expansion des avoirs de réserve des banques, qui sont inscrits au passif du bilan de la banque centrale. En revanche, les opérations d’assouplissement des conditions du crédit pratiquées par la Réserve fédérale au cours du présent épisode se concentrent sur la composition de l’actif du bilan de la banque centrale et son influence sur les conditions de crédit pour le secteur privé. S’agissant de l’assouplissement quantitatif, les réserves des banques jouent un rôle particulier, soit du fait de leur capacité à servir de catalyseur des prêts bancaires, soit parce qu’elles contribuent à la stabilité et à la confiance du marché. En ce qui concerne l’assouplissement des conditions du crédit, en revanche, ces réserves ne jouent pas de rôle particulier, et les diverses formes d’engagements de la banque centrale sont implicitement traitées comme substituables non seulement entre elles mais aussi avec certains types de titres d’État. De ce point de vue, le financement de la politique de bilan (par émission d’effets de banque centrale, par émission de bons du Trésor à court terme aux fins de dépôt auprès de la banque centrale ou simplement par accroissement des réserves bancaires, porteuses ou non d’intérêts) ne revêt qu’une importance secondaire en termes d’efficacité. Évidemment, la politique de communication diffère aussi largement entre les deux approches.

Aperçu des réactions des banques centrales

Les banques centrales ont pris trois types de mesures :

Le cadre conceptuel que nous venons de décrire peut être utile pour évaluer les réactions des banques centrales face à la crise. Les mesures adoptées se répartissent en trois grandes catégories, en fonction du lien entre les opérations mises en œuvre et les objectifs immédiats (tableau VI.1). La première catégorie comprend les mesures visant à ce que le taux du marché soit conforme au taux directeur. La deuxième est constituée des initiatives d’allègement des tensions sur les marchés interbancaires. La troisième regroupe les réactions visant à soutenir des marchés de la dette spécifiques – en particulier les segments non bancaires – et plus généralement à assouplir les conditions financières. Les deux dernières catégories, dans la mesure où elles couvrent des opérations axées sur des segments particuliers du mécanisme de transmission allant au-delà du taux cible traditionnel, font partie de la politique de bilan.

...mesures destinées à s’assurer que le taux cible est atteint...

En ce qui concerne la première catégorie, la mise en œuvre de taux cibles impliquait de s’adapter à la plus forte instabilité de la demande de réserves par une offre plus flexible, aussi bien en termes de volume que de fréquence. Pour faciliter l’ancrage des taux courts par rapport au taux cible, la Banque d’Angleterre et la Réserve fédérale ont aussi réduit la largeur de la fourchette effective des taux au jour le jour en changeant les taux appliqués aux facilités permanentes de fin de journée. Simultanément, les banques centrales ont dû renforcer leur capacité à réabsorber les réserves excédentaires afin de neutraliser l’effet des opérations de beaucoup plus grande ampleur sur les

Réponses des banques centrales à la crise								
Objectif	Mesures prises	Fed	Euro	BoE	BoJ	BdC	BRA	BNS
Conduire la politique monétaire	Mesures exceptionnelles de réglage fin	✓	✓ ¹	✓	✓	✓	✓	✓
	Modification des réserves obligatoires			✓ ²				
	Rétrécissement de la fourchette des taux au jour le jour	✓ ³	✓	✓				
	Rémunération des réserves	✓			✓ ⁴			
	Augmentation des dépôts du Trésor	✓				✓		
	Dépôts à court terme ou bons de la banque centrale			✓	✓	✓		✓
Assouplir les conditions sur les marchés interbancaires de gros	Modification de la facilité d'escompte	✓ ⁵		✓				
	Opérations exceptionnelles à long terme	✓	✓ ⁶	✓	✓	✓	✓	✓
	Élargissement de la gamme des sûretés éligibles	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Élargissement de la liste des contreparties éligibles	✓		✓	✓	✓	✓	
	Lignes de swap entre banques centrales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Prêts de titres : facilité créée ou assouplie	✓		✓	✓	✓		
Assouplir les conditions sur les marchés de la dette et les conditions financières au sens large	PC : financement, achat ou acceptation comme sûreté	✓ ⁷		✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ¹⁰	✓ ¹¹	
	ABS : financement, achat ou acceptation comme sûretés	✓ ¹²	✓ ¹³	✓ ⁸			✓ ¹¹	
	Obligations d'entreprise : financement, achat ou acceptation comme sûretés			✓ ⁸	✓ ¹⁴	✓ ¹⁰		✓
	Achat de titres du secteur public	✓ ¹⁵		✓ ⁸	✓ ¹⁶			
	Achat d'autres titres				✓ ¹⁷			✓ ¹⁸

Fed = Réserve fédérale ; Euro = Eurosysteme ; BoE = Banque d'Angleterre ; BoJ = Banque du Japon ; BdC = Banque du Canada ; BRA = Banque de Réserve d'Australie ; BNS = Banque nationale suisse. Coche (✓) = oui.

¹ Y compris constitution de réserves en début de période. ² Extension de la fourchette dans laquelle les réserves sont rémunérées. ³ Baisse du taux d'escompte par rapport au taux cible des fonds fédéraux. ⁴ Réserves excédentaires (*Complementary Deposit Facility*). ⁵ Réduction du taux et allongement de la durée de la facilité d'escompte ; admission des courtiers principaux comme contreparties (*Primary Dealer Credit Facility*). ⁶ Y compris injections de liquidité à taux fixe, servies pour l'intégralité des soumissions. ⁷ Financement de l'achat de certificats de dépôt à court terme, de papier commercial (PC) et d'ABCP (*asset-backed commercial paper*, papier commercial adossé à des actifs) (*Money Market Investor Funding Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility et Commercial Paper Funding Facility*). ⁸ *Asset Purchase Facility*. ⁹ Augmentation de la fréquence et du montant des opérations de pension sur PC et institution des achats ferme de PC. ¹⁰ Mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés. ¹¹ Acceptation, comme supports de pensions, des RMBS (*residential mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques sur immobilier résidentiel) et des ABCP. ¹² Financement de l'achat d'ABS (*asset-backed securities*, titres adossés à des actifs) sur créances constituées de prêts étudiants, crédits automobiles, encours de cartes de crédit et autres prêts garantis (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*). ¹³ Achat d'obligations sécurisées. ¹⁴ Élargissement de la gamme des obligations d'entreprise acceptées comme sûretés et mise en place d'une facilité de prêt contre obligations d'entreprise. ¹⁵ Achat de titres du Trésor et des agences fédérales de financement hypothécaire (obligations et MBS – *mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques). ¹⁶ Achat d'obligations d'État du Japon, dans le but de faciliter le bon fonctionnement du marché monétaire et non d'influer sur les cotations. ¹⁷ Achat d'actions détenues par les établissements financiers. ¹⁸ Achats de titres en devises.

Sources : données nationales.

Tableau VI.1

taux au jour le jour. Comme le montre la composition des passifs des banques centrales, celles-ci ont procédé de différentes façons (graphique VI.4). La Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ont émis des bons à court terme ; la BCE et la Banque de Réserve australienne ont de plus en plus accepté les dépôts rémunérés ; enfin, la Réserve fédérale a reçu des dépôts plus importants du Trésor et a commencé à verser des intérêts sur les réserves des banques.

...initiatives d'allègement des tensions sur les marchés interbancaires de gros...

La deuxième catégorie de mesures, largement utilisées pendant les deux premières phases de la crise, était destinée à abaisser les primes de risque sur l'interbancaire à terme, considérées comme un indicateur de tensions sur ce segment clé du marché. Les mesures directes consistaient à procurer plus de financements à terme, de façon à compenser les insuffisances de l'offre de marché, et les mesures indirectes à lever les obstacles à une redistribution fluide des réserves au sein du système et à assurer l'accès aux financements offerts par la banque centrale. Aussi, les modalités d'octroi de réserves ont été assouplies, en termes de sûretés éligibles et de couverture de la contrepartie, à travers un allongement des échéances des opérations de refinancement et la mise en place de lignes de swap de devises entre banques centrales pour alléger les tensions, essentiellement sur les financements en dollars sur les marchés étrangers (et sur les financements étrangers dans quelques autres devises ; encadré VI.A et chapitre II). Le recours à ces lignes de swap a largement contribué à l'expansion des bilans des grandes banques centrales au cours de la période (graphique VI.4)². En outre, de nombreuses banques centrales ont introduit des prêts de titres très liquides (obligations souveraines, normalement) contre des titres moins liquides, ou en ont assoupli les modalités d'octroi, afin d'améliorer les conditions de financement sur le marché monétaire.

...et mesures visant à influencer les marchés de la dette et les conditions financières au sens large

La troisième catégorie comprenait les mesures centrées sur l'assouplissement direct des conditions d'emprunt dans le secteur non bancaire et l'amélioration des conditions financières au sens large. Ces mesures ont été utilisées en particulier au moment de l'aggravation des perturbations sur les marchés financiers (phases 3 à 5 de la crise). Les plus marquantes ont été la fourniture de fonds au secteur non bancaire pour accroître la liquidité et réduire les primes de risque sur des marchés précis (papier commercial, titres adossés à des actifs et obligations d'entreprise) et l'achat direct de titres du secteur public pour influencer plus généralement les rendements de référence. La Banque nationale suisse est même intervenue sur le marché des changes pour contenir les tensions sur le franc, dans le cadre de ses efforts de réduction des risques déflationnistes et pour assouplir les conditions monétaires d'ensemble.

Chaque pays met l'accent sur un aspect différent

En conséquence de ces mesures, les bilans des banques centrales se sont nettement étoffés et leur composition s'est considérablement modifiée (graphique VI.4). L'importance relative accordée aux titres privés et publics

² Les montants obtenus dans le cadre des lignes de swap apparaissent à la fois à l'actif du bilan des banques centrales, et à leur passif comme engagements en monnaie domestique envers des banques centrales étrangères (pour autant que ces dernières n'utilisent pas les devises fournies par le swap).

Encadré VI.A – Action coordonnée des banques centrales durant la crise

Les autorités monétaires pratiquent régulièrement l'échange d'information. Elles partagent aussi bien des aspects de leur approche économique et de leur cadre de politique monétaire ; face à des défis communs, on peut donc s'attendre à ce qu'elles adoptent des mesures similaires. Il est toutefois inhabituel qu'elles coordonnent leur action de manière formelle. Si, dans le passé, les interventions concertées visant à limiter les mouvements de change n'étaient pas rares, elles sont devenues l'exception – du moins entre banques centrales des économies industrialisées.

Durant la crise financière actuelle, toutefois, la concertation des banques centrales a été portée à un degré inédit. Le présent encadré analyse les raisons de ce choix stratégique.

Quelle concertation ? Action sur la liquidité et les taux d'intérêt

Ce sont les mesures prises pour remédier à la pénurie de devises, en particulier de dollars, sur l'interbancaire qui ont été le plus étroitement coordonnées^①. Du fait des tensions intervenues durant la crise sur les marchés monétaires en dollars, il est devenu très difficile pour les banques non américaines de se financer dans la monnaie américaine, comme l'illustrent les turbulences sur les marchés des swaps cambistes et le creusement des primes Libor-OIS (chapitres II et III). La Réserve fédérale a réagi en mettant en place avec les banques centrales d'Europe des lignes de swap visant à pallier la pénurie de dollars dans cette région. Puis, au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, il est devenu évident qu'il fallait faire face simultanément, sur tous les principaux marchés, à cette raréfaction des refinancements en monnaie américaine ; les accords de swap ont alors été étendus à de nouveaux pays, et leur plafond

Actions concertées des banques centrales durant la crise

Banque(s) centrale(s) fournissant la liquidité (monnaie)	Déc. 2007	Mars 2008	Sept. 2008	Oct. 2008	Nov. 2008	Janv. 2009	Févr. 2009
	Politique en matière de liquidité Ouverture de lignes de swap : banques centrales contreparties						
Réserve fédérale (USD)	CH, XM		JP, GB, AU, CA, DK, NO, SE	BR, KR, MX, NZ, SG			
Banque nationale suisse (CHF)				XM	PL	HU	
Eurosystème (EUR)				DK, HU ¹	PL ¹		
Pays nordiques ² (EUR)		IS					
Banque de Suède (SEK)							EE
	Politique en matière de taux Baisse simultanée des taux directeurs : pays/zone concernés						
				CA, XM, CH, SE, GB, US			

AU = Australie ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CH = Suisse ; DK = Danemark ; EE = Estonie ; GB = Royaume-Uni ; HU = Hongrie ; IS = Islande ; JP = Japon ; KR = Corée ; MX = Mexique ; NO = Norvège ; NZ = Nouvelle-Zélande ; PL = Pologne ; SE = Suède ; SG = Singapour ; US = États-Unis ; XM = zone euro.

En décembre 2008, la Banque du Japon a relevé le plafond d'une ligne de swap JPY/KRW ouverte avec la Banque de Corée. En avril 2009, la Banque d'Angleterre, la BCE, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse ont annoncé des lignes de swap visant à mettre leurs monnaies respectives à la disposition de la Réserve fédérale, si nécessaire.

¹ Sur la base des pensions sur titres. ² Banques centrales du Danemark, de Norvège et de Suède.

Sources : données nationales.

Tableau VI.A

relevé (tableau VI.A). Des dispositifs similaires ont ensuite été instaurés pour répondre à la pénurie d'euros et de francs suisses en Europe, tandis que, en Asie, des lignes existantes ont été mises à profit pour remédier à l'insuffisance de yens.

Les politiques de taux ne sont généralement pas concertées, mais, le 8 octobre 2008, plusieurs banques centrales des économies industrialisées ont – fait sans précédent – annoncé conjointement une baisse.

Pourquoi une telle coordination ?

La fourniture de devises par lignes de swap présentait des avantages pour les deux parties. Par exemple, pallier la pénurie de dollars pour les banques étrangères a aidé la Réserve fédérale à contrôler plus étroitement les taux des ressources en dollars sur les marchés monétaires, et réduit le risque que les établissements étrangers « bradent » les actifs libellés dans la monnaie américaine. Certes, la Réserve fédérale fournissait déjà, sur le marché intérieur, de la liquidité en dollars aux filiales américaines de banques étrangères, par le biais de divers programmes. Mais étendre l'apport direct de liquidité à des banques étrangères en couvrant davantage de fuseaux horaires et d'établissements aurait soulevé quelques difficultés – par exemple, mettre en place des modalités de prêt supplémentaires, et notamment modifier les dispositions relatives aux sûretés et évaluer le risque de crédit de ces contreparties. Au contraire, en ouvrant des lignes de swap avec les autres banques centrales, la Réserve fédérale a pu utiliser l'infrastructure et les procédures de ces institutions pour prêter aux institutions financières de leur ressort – notamment techniques de règlement, surveillance des contreparties et contrôle des sûretés éligibles. Prêter par l'entremise de banques centrales étrangères a également contribué à mettre en correspondance, dans les pays concernés, la conduite des opérations de soutien de liquidité et les responsabilités du contrôle prudentiel.

Du côté de la banque centrale étrangère, la difficulté de ses contreparties nationales à se procurer des ressources en devises risquait de menacer la stabilité de son système financier. En l'absence de ces lignes de swap, elle aurait pu mobiliser les réserves de change existantes ou emprunter des devises sur le marché, mais ces solutions sont peu séduisantes en période de crise si les marchés des changes sont perturbés, ou les réserves de change, limitées. D'où l'intérêt de ces accords de swap avec une autre banque centrale.

Enfin, les autorités peuvent souhaiter afficher leur coopération en temps de crise planétaire, voyant là un moyen de raffermir la confiance. C'est sans doute ce qui explique le mieux les baisses de taux concertées d'octobre 2008.

S'est-elle révélée efficace ?

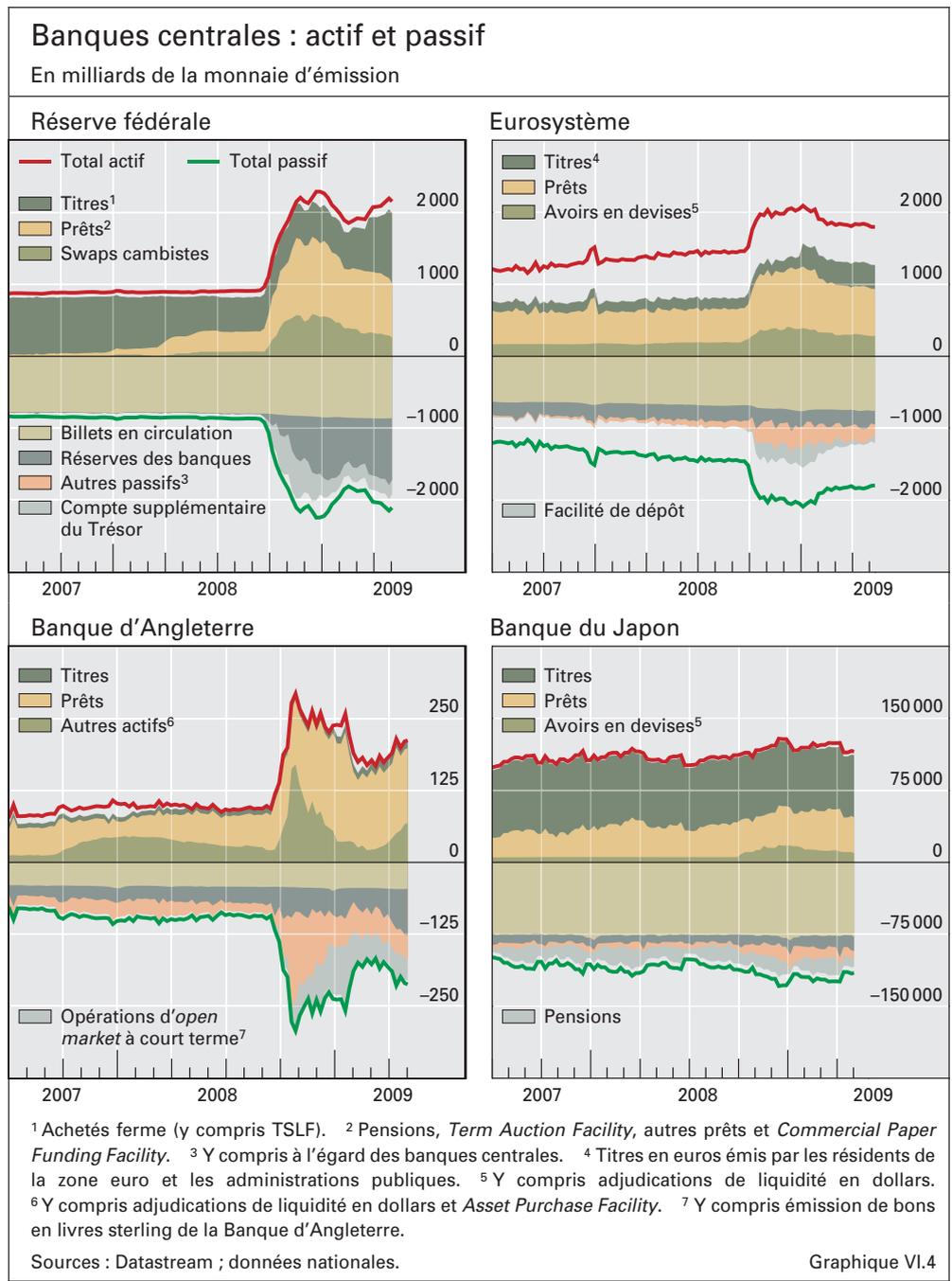
Selon de nombreux intervenants de marché, les accords de swap ont amélioré les conditions de refinancement à terme^①. En témoigne le fait que, après avoir atteint un pic, fin octobre, leur utilisation a graduellement diminué ; certaines banques centrales ne s'en sont même jamais servi. Les distorsions se sont atténuées sur le marché des swaps cambistes, en particulier pour les paires EUR/USD et CHF/USD, et les primes Libor-OIS se sont globalement resserrées. Bien que de nombreuses autres actions aient été entreprises parallèlement, cette amélioration semble bien procéder en partie de la mise en place de lignes de swap entre banques centrales.

^① Les accords de swap entre banques centrales sont examinés en détail dans C. Ho et F.-L. Michaud, « Banques centrales : mesures prises pour faciliter le financement des banques en devises », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2008, pp. 14–16.

^② N. Baba et F. Packer, « From turmoil to crisis: dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers », document présenté lors de la conférence « The global financial crisis: causes, threats and opportunities » (Warwick, 6 avril 2009).

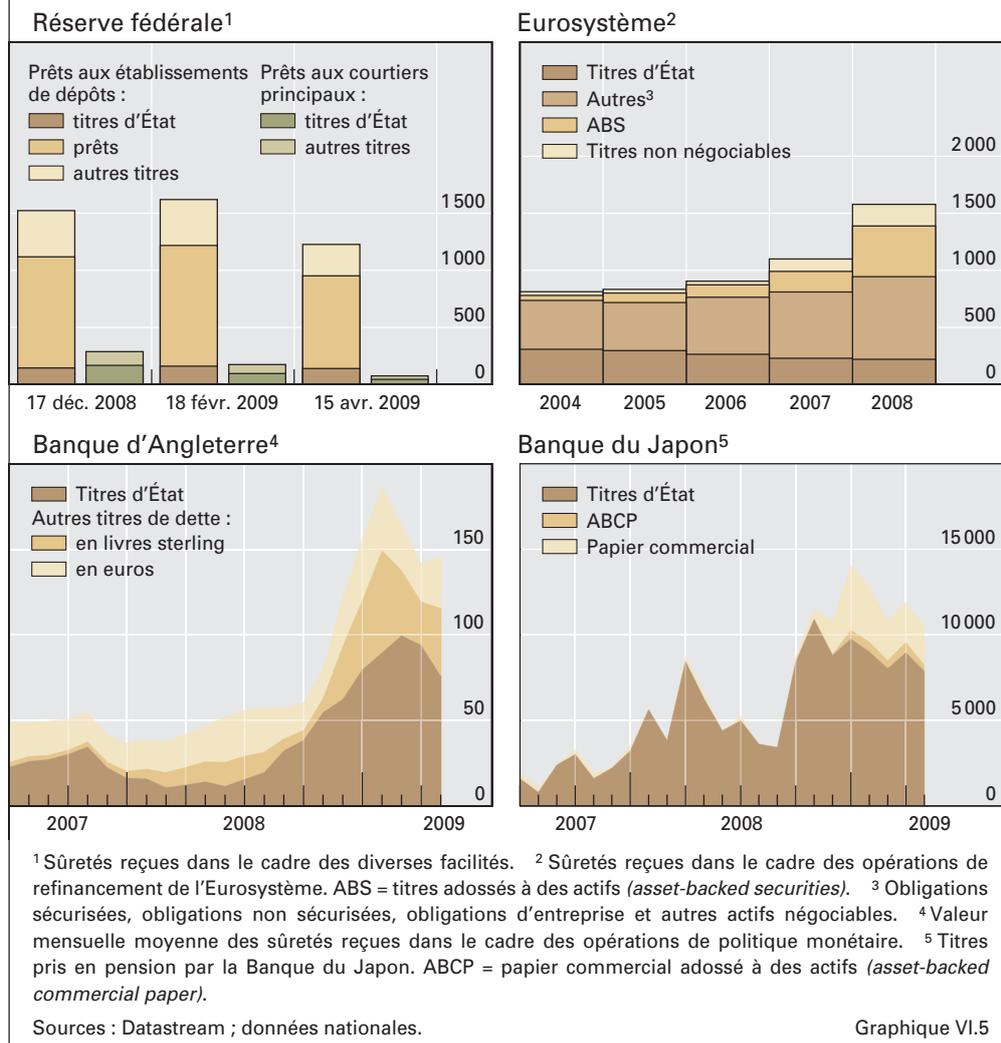
ainsi qu'aux marchés bancaire et non bancaire a été très variable selon les pays. Ainsi, la Réserve fédérale s'est largement concentrée sur les marchés de la dette non bancaires et sur les opérations portant sur des titres du secteur privé, comme dans le cas des facilités CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*) et TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) (graphique VI.4, cadre supérieur droit, sous « Prêts »). En revanche, la Banque d'Angleterre a d'abord consacré sa facilité APF (*Asset Purchase Facility*) à des achats d'obligations d'État (graphique VI.4, cadre inférieur gauche, sous « Autres

actifs »), tandis que la BCE mettait l'accent sur la liquidité du système bancaire grâce à des opérations de refinancement à taux fixe, les soumissions étant servies intégralement, à des échéances allant jusqu'à 12 mois (graphique VI.4, cadre supérieur droit, sous « Prêts ») et des achats d'obligations sécurisées. La Banque du Japon, pour sa part, s'est efforcée d'améliorer les conditions de financement des entreprises par diverses mesures concernant le papier commercial et les obligations d'entreprise. Cette différence d'accent reflète, dans une certaine mesure, des différences de structure financière. Ainsi, aux États-Unis, l'intervention plus directe sur les marchés de la dette non bancaires est conforme au système de ce pays, où le financement passe essentiellement par le marché. Dans la zone euro, en revanche, l'intermédiation bancaire est



Banques centrales : sûretés reçues

En milliards de la monnaie d'émission



prédominante, ce qui explique la plus grande importance accordée au soutien des banques.

Un recours accru à la politique de bilan entraîne une implication de plus en plus forte des banques centrales dans le processus d'intermédiation et un rôle plus important dans l'offre relative de titres d'État. Le besoin d'une coopération étroite avec les autorités budgétaires se fait par conséquent sentir, pour deux raisons principales. Premièrement, les importants achats de titres d'État effectués par les banques centrales et l'expansion rapide de leurs passifs qui en découle affectent le profil d'ensemble de la dette du secteur public. Leur effet pourrait être contré par une gestion active de la dette (étant donné, notamment, leur volume généralement assez élevé) si les objectifs des deux types d'opérations ne concordent pas. Deuxièmement, les banques centrales assument des risques de crédit et de marché de plus en plus grands, comme le montre la proportion croissante de titres du secteur privé acceptés comme sûretés dans les opérations monétaires (graphique VI.5). Dès lors, une coordination étroite entre banque centrale et pouvoirs publics est nécessaire

Nécessité d'une coopération étroite avec les autorités budgétaires

pour mettre en place des mécanismes assurant que les pertes potentielles n'affecteront pas l'indépendance opérationnelle de la banque centrale.

Restauration du système financier

Les mesures adoptées par les banques centrales ont répondu aux besoins immédiats de financement des banques pendant les deux premières phases de la crise, mais les graves perturbations qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers, en septembre, ont remis en question la solvabilité de plusieurs établissements financiers d'importance systémique (voir chapitres II et III pour plus de détails). Étant donné leur rôle central dans le fonctionnement de l'économie réelle, les pouvoirs publics ont pris des mesures pour prévenir leur chute et restaurer la confiance dans le système financier. Le soutien des autorités publiques avait pour objectif de rétablir le flux de prêts aux ménages et aux entreprises et de maintenir la croissance de l'économie réelle.

Les interventions publiques de sauvetage de grands établissements financiers...

L'effondrement du système financier a été évité et le calme ramené sur les marchés. L'incidence des mesures prises sur les actifs dépréciés dans les bilans des banques a en revanche été moins probante, ce qui pourrait retarder les ajustements nécessaires à un fonctionnement durable et ordonné du système financier et exposer les contribuables à des pertes potentiellement plus importantes. En mai 2009, des doutes subsistaient quant à la santé à long terme des grandes banques internationales, et les incertitudes entourant les pertes potentielles sur les portefeuilles de prêts et autres expositions de crédit rendaient la levée de capitaux privés difficile pour les banques.

...n'ont pas résolu de façon convaincante le problème des actifs dépréciés

La présente section décrit les grandes caractéristiques des plans de sauvetage adoptés par les pouvoirs publics ainsi que la réaction du marché. La riposte des gouvernements est ensuite analysée à la lumière des leçons tirées des crises des années 1990 dans les pays nordiques (encadré VI.B). Enfin, certaines préoccupations à long terme suscitées par les interventions publiques sont examinées.

Caractéristiques des plans de sauvetage des pouvoirs publics

Les mesures *ad hoc* prises fin septembre pour sauver des banques au cas par cas ont été suivies, en octobre, par l'annonce de vastes programmes de la part des gouvernements de la plupart des grandes économies, accompagnée de déclarations selon lesquelles aucune défaillance d'établissement d'importance systémique ne serait permise. Les plans de sauvetage ont consisté en des mesures touchant à la liquidité et à la solvabilité de certains établissements ainsi qu'au fonctionnement des marchés financiers (tableau VI.2). Alors que les banques centrales avaient fourni de la liquidité à court terme aux établissements éligibles au cours des premières phases de la crise, ce sont les gouvernements qui ont facilité l'accès à des ressources plus permanentes dès la troisième phase, en offrant des garanties sur dépôts et dettes. Ils ont fait face aux problèmes de solvabilité en recapitalisant les banques. En ce qui concerne les actifs dépréciés, les gouvernements les ont achetés ou ont fourni une assurance contre des pertes inhabituellement élevées sur certains portefeuilles d'établissements clés. En dernier recours, ils ont nationalisé des établissements devenus insolubles,

Les pouvoirs publics ont garanti les dépôts, facilité le refinancement de la dette et recapitalisé les banques

Mesures visant à stabiliser le système financier ¹													
	AU	BR	CA	CH	DE	FR	GB	HK	IT	JP	KR	NL	US
Garantie des dépôts	✓			✓	✓		✓	✓	✓		✓		✓
Limitation de la vente à découvert	✓		✓		✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
Injection de capital		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Garantie de la dette	✓		✓		✓	✓ ²	✓		✓	✓	✓	✓	✓
Assurance des actifs							✓					✓	✓
Achat d'actifs	✓		✓	✓	✓		✓			✓			✓
Nationalisation					✓		✓					✓	✓

AU = Australie ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CH = Suisse ; DE = Allemagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; HK = Hong-Kong RAS ; IT = Italie ; JP = Japon ; KR = Corée ; NL = Pays-Bas ; US = États-Unis. Coche (✓) = oui.

¹ Sur la base des informations disponibles jusqu'à fin avril 2009. ² Par l'intermédiaire de la Société de financement de l'économie française.

Sources : données nationales. Tableau VI.2

afin de protéger les déposants et d'éviter toute contagion, ou ont pris des participations majoritaires.

Des garanties sur dépôts et dettes ont protégé des sources clés de financement

En offrant une protection accrue aux déposants et aux créanciers des banques sous la forme de garanties, les pouvoirs publics ont protégé des sources de financement bancaire importantes et facilité le refinancement de dettes arrivant à échéance (tableau VI.2). Plus de 20 pays ont introduit des garanties sur les dépôts des particuliers et des entreprises, ou étendu celles qui existaient déjà, ce qui a limité le risque d'une ruée sur les banques. Les garanties d'État ont permis aux banques éligibles d'émettre de nouvelles obligations bénéficiant du soutien explicite du gouvernement contre paiement d'une commission annuelle. Les émissions ainsi lancées ont constitué la principale source des emprunts bancaires au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009.

L'adhésion aux programmes de garantie publique de la dette a été plus longue que prévu...

Le recours aux programmes de garantie publique de la dette a été plus lent que prévu, car les émetteurs en ont été dissuadés par leurs conditions et leur coût. Les échéances disponibles variaient selon les pays (généralement entre 3 et 5 ans) et la plupart des banques ont choisi l'échéance la plus longue. Le coût de ces garanties était plus élevé pour les établissements européens que pour les institutions américaines. Aux États-Unis, tous les emprunteurs payaient le même taux, quelle que soit leur notation, alors qu'en Europe, le coût des garanties était lié aux primes antérieures sur CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut), ce qui les rendait plus chères pour les moins bonnes signatures. Dans certains cas, ce coût rendait les garanties moins attrayantes que les financements à court terme à travers les facilités des banques centrales.

...en raison de leur complexité et de problèmes opérationnels

La complexité de ces programmes de garantie et les conditions variables selon les juridictions ont eu un effet dissuasif sur certains investisseurs. Selon les pays, les obligations garanties par l'État sont affectées d'une pondération zéro par les autorités prudentielles, ou se voient affecter d'un coefficient de fonds propres de 20 %. La dette garantie n'a pas été acceptée comme sûreté dans tous les pays. En outre, certains investisseurs se sont heurtés à des

Encadré VI.B – Résolution de la crise financière : enseignements de l'expérience nordique

La manière dont la Finlande, la Norvège et la Suède se sont attaquées à leur crise bancaire à la fin des années 1980 et au début des années 1990 est largement considérée comme « exemplaire »^①. En comparant cette période avec la crise actuelle, il apparaît que, si les problèmes sont de nature assez similaire, ils se sont manifestés selon des modalités distinctes qui ont profondément influencé le déroulement et la forme des interventions publiques. Le présent encadré met en lumière deux principes fondamentaux, tirés de l'expérience nordique, pour la résolution des crises bancaires ; il examine en quoi les circonstances ont influé sur leur application.

La gestion et la résolution de crise ont pour principal objectif de réduire au minimum les pertes de production découlant des turbulences financières. Il est désormais largement admis que la meilleure pratique repose sur deux principes. Premièrement, il convient de déterminer le plus tôt la nature et l'ampleur des problèmes bancaires, puis d'intervenir rapidement, afin d'éviter une détérioration latente de la qualité des actifs, qui pourrait rendre la résolution de la crise plus coûteuse encore. Deuxièmement, il faut intervenir en profondeur par des actions d'envergure : une fois prises les mesures nécessaires pour stabiliser la situation, les autorités doivent s'assurer que les pertes sont comptabilisées ; les créances douteuses, éliminées ; le système, recapitalisé et tout excédent de capacités, résorbé. En assainissant les bilans et en favorisant l'ajustement, ces politiques devraient redonner au système financier la capacité de fonctionner efficacement et soutenir sa rentabilité à long terme, jetant ainsi les bases d'une reprise autonome de l'activité.

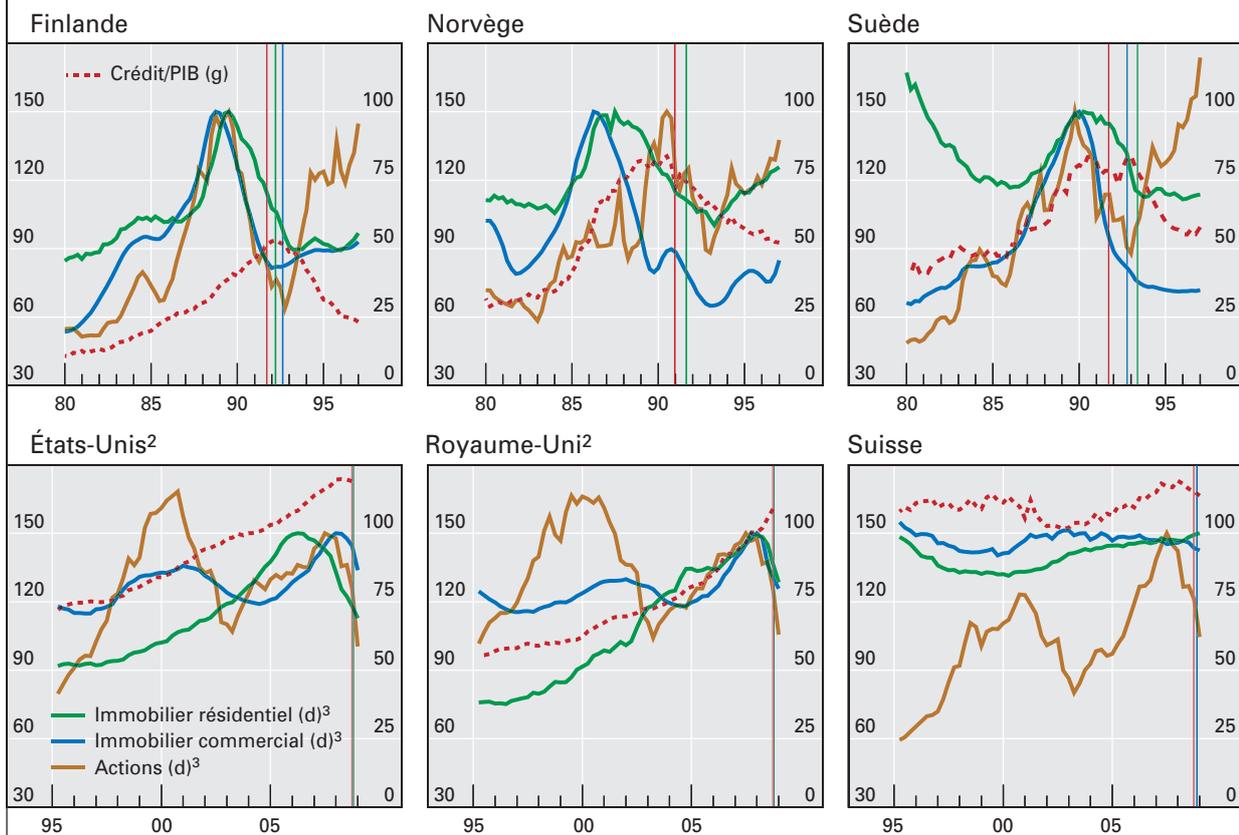
Le plan d'action dépend des circonstances. Il exige toutefois la volonté politique d'engager des fonds publics ainsi que le pouvoir d'exercer un contrôle suffisant sur les agents financiers, que ce soit par l'imposition de conditions strictes ou par la prise de participations publiques. Ces conditions visent à : s'assurer que les directions et les actionnaires assument leurs responsabilités ; éviter de conférer aux établissements soutenus un avantage concurrentiel indu ; parer à une « fuite en avant » des établissements dans des stratégies d'expansion risquées ; limiter le coût pour le contribuable. Les directions et actionnaires en place ont, eux, intérêt à différer la constatation des pertes et à rechercher les conditions les plus avantageuses.

Les crises nordiques et la crise actuelle présentent une ressemblance fondamentale : on peut y voir la conséquence de l'inversion d'un cycle (« financier ») d'expansion excessive du crédit et des prix des actifs (graphique VI.B). Elles ont été précédées d'une augmentation inhabituellement rapide et prolongée du ratio crédit au secteur privé/PIB, ainsi que d'une hausse exceptionnelle des prix des actifs, en particulier de l'immobilier. Des travaux récents ont ainsi montré que les indicateurs avancés « en temps réel » basés sur l'explosion du crédit et du prix des actifs aident à prédire très en amont les crises bancaires^②.

Alors que les conditions étaient fondamentalement similaires, les deux épisodes se distinguent nettement en ce sens que la matérialisation des tensions et l'action des autorités sont intervenues à des moments très différents du cycle financier (graphique VI.B). Dans le cas des pays nordiques, des mesures d'envergure pour le soutien du système bancaire avaient été prises bien après le début de la chute des prix de l'immobilier. Dans l'épisode en cours, en revanche, la crise s'est déclarée plus tôt dans la phase de contraction du cycle financier, comme on l'a bien vu aux États-Unis et au Royaume-Uni. Par ailleurs, les banques nordiques étaient plus proches de l'insolvabilité comptable ; en fait, l'action des autorités visait, pour partie, à reconstituer les fonds propres, qui étaient tombés au-dessous des exigences minimales de Bâle I. Durant la crise actuelle, la plupart des établissements se situaient au contraire bien au-dessus du minimum. Par conséquent, en termes de rapidité d'intervention (le premier principe évoqué ci-dessus), la gestion de la crise actuelle soutient favorablement la comparaison avec l'expérience des pays nordiques.

Les pratiques comptables expliquent sans doute largement cette différence dans le déroulement des faits. La crise actuelle résulte, au départ, de l'évaluation des actifs au prix du marché : les premières pertes ont été encourues sur des créances titrisées, comptabilisées à leur juste valeur – ce qui est encore le cas pour une grande partie des pertes (tableau III.2). Au contraire, lors des crises nordiques, les pertes avaient été passées, en comptabilité d'engagements, après dépréciation des prêts. La comptabilité en valeur de marché enregistre les pertes bien plus tôt et n'a pas besoin pour cela d'un incident de crédit manifeste. Dès que les opérateurs anticipent un défaut, le cours du titre chute, et la comptabilité le constate. De surcroît, l'intensification de l'aversion pour le risque amplifie généralement le mouvement, que les cessions précipitées peuvent encore aggraver.

Cycle financier et crises bancaires¹



¹ Les séries de prix des actifs sont normalisées par rapport à leur pic (= 100) à l'intérieur d'une fenêtre recouvrant chaque crise bancaire (pays nordiques : 1985–1992 ; autres pays : 2004–2009). Lignes verticales : rouge = matérialisation des tensions (faillite ou sauvetage d'un établissement de première importance) ; bleu = mise en place d'un programme de garantie de la dette ; vert = mise en place d'un programme de recapitalisation générale des banques. ² Mise en place, le même jour, d'un programme de garantie de la dette et d'un programme de recapitalisation générale des banques. ³ Prix en termes réels.

Sources : données nationales ; calculs BRI.

Graphique VI.B

Paradoxalement, la plus grande rapidité avec laquelle les pertes ont été constatées et les autorités sont intervenues ont rendu plus difficile l'application du deuxième principe : les autorités ont eu davantage de mal à exercer le degré de contrôle requis pour assainir les bilans. Pour l'essentiel, en effet, les pertes en valeur de marché ont affaibli les établissements sans les rendre objectivement insolvables (chapitres III et VI), réduisant ainsi l'éventail d'options à la disposition des autorités. Dans de telles circonstances, il est, par exemple, moins facile d'imposer aux établissements des conditions strictes ou des passations en pertes, et le risque est plus grand de porter atteinte aux droits de propriété des actionnaires. Plus important encore, les difficultés de refinancement découlant des pertes en valeur de marché pourraient avoir obscurci la compréhension des problèmes de fond. Aussi longtemps que les problèmes de solvabilité n'étaient pas avérés, la crise tendait à être considérée comme une pure crise de liquidité (chapitre II). Nombreux étaient ceux qui pensaient que la plongée du prix des actifs serait temporaire et que les injections de liquidité des banques centrales permettraient de rétablir le bon fonctionnement du marché et l'efficacité du processus d'intermédiation. Toutefois, si le cycle du crédit suit une dynamique similaire à celles des précédentes crises bancaires, une détérioration tangible des prêts en portefeuille ne peut manquer de suivre les pertes en valeur de marché.

Entre-temps, le risque est que les autorités privilégient le soutien au crédit, aux prix des actifs et à la demande agrégée, au détriment de l'ajustement, pourtant nécessaire, des bilans des banques. Dans le cas des pays nordiques, les établissements avaient dû constater la totalité des pertes et les imputer à leurs fonds propres, tailler dans leurs bilans, et, pour ceux qui bénéficiaient d'un soutien ciblé, réduire leurs réseaux de succursales. À cette fin, ils ont imposé des conditions strictes et des prises de participations publiques. Seule exception, l'injection générale de fonds propres réalisée en Finlande, qui visait en

partie à rétablir une pleine concurrence entre les institutions remises à flot et les autres, ainsi qu'à relever la capacité de prêt. Au contraire, les conditions dont les récents programmes étaient assortis n'ont généralement pas cherché à encourager l'ajustement ; ils ont même révisé à la hausse les montants prêtés, en vue de soutenir le crédit intérieur. Cela comporte un risque : l'établissement des bases nécessaires à une reprise autonome de l'activité pourrait en être retardé.

① Pour une analyse comparée de la résolution des crises bancaires nordiques, voir le *63^e Rapport annuel BRI*, juin 1993, chapitres VII et VIII. ② Ces indicateurs n'ont toutefois pas la même capacité de prédiction, par exemple, pour les systèmes bancaires, tels ceux de l'Allemagne et de la Suisse, qui, dans la crise actuelle, n'ont rencontré de difficultés que du fait de leurs expositions transfrontières. Voir C. Borio et M. Drehmann, « Assessing the risk of banking crises – revisited », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009.

restrictions légales ou opérationnelles qui les ont empêchés d'acheter cette nouvelle classe d'actifs.

Les pouvoirs publics ont recapitalisé les banques pour réduire leur taux d'endettement et améliorer leur solvabilité. Si le Trésor britannique a utilisé des actions ordinaires, la plupart des gouvernements ont acheté des titres hybrides tels que les actions préférentielles ou les bons à conversion obligatoire, qui combinent le flux régulier de revenu des obligations et le potentiel d'appréciation des actions ordinaires³. Les titres hybrides peuvent être considérés comme du capital lorsqu'il s'agit de calculer le ratio de fonds propres d'une banque, mais ils n'inspirent pas une grande confiance aux acteurs du marché en raison de leur faible capacité à absorber les pertes.

Les injections de capital des pouvoirs publics ont amélioré la solvabilité des banques

Les gouvernements ont surtout acheté des actions préférentielles, qui limitent le risque de perte pour le contribuable tout en fournissant un flux de dividendes plus attrayant que les actions ordinaires. Ces avantages ont un coût dans la mesure où les détenteurs d'actions préférentielles ne peuvent généralement pas voter lors des assemblées générales d'actionnaires, ce qui réduit leur capacité à influencer la gestion de l'établissement. Les actions préférentielles acquises par les États-Unis présentaient un potentiel d'appréciation, puisqu'elles contenaient un bon de souscription à 10 ans offrant au gouvernement la possibilité d'acheter des actions ordinaires à un prix fixé d'avance. Il était difficile de comparer le coût et les conditions des injections de capital entre pays, car les plans étaient tous différents.

Les gouvernements ont surtout acheté des actions préférentielles, moins risquées mais sans droit de vote

Les injections de capital par l'État étaient assorties de conditions. De nombreux pays, suivant l'exemple de la France, ont exigé des banques recevant un soutien public qu'elles accordent de nouveaux prêts aux résidents et qu'elles répondent à des exigences de déclaration. Aux États-Unis et en Allemagne, les premières injections de capital s'accompagnaient de limites sur le versement des dividendes ordinaires, mais seul le Royaume-Uni a explicitement interdit le versement des dividendes ordinaires tant que celui des actions préférentielles du gouvernement n'était pas servi. Certaines de ces

Les conditions accompagnant les injections de capital se sont révélées difficiles à mettre en œuvre

³ En règle générale, les actions préférentielles ne sont pas assorties d'un droit de vote, elles donnent droit au dividende avant les actions ordinaires et ont priorité sur celles-ci en cas de faillite. Les bons convertibles sont une forme d'obligation qui peut être échangée plus tard contre un nombre précis d'actions ordinaires, à l'initiative de l'investisseur.

conditions se sont révélées difficiles à mettre en œuvre, en raison de leur manque de précision et de l'absence de volonté, voire de l'incapacité, des autorités à s'immiscer dans la gestion des banques. Ainsi, de nombreux plans de sauvetage contenaient des restrictions générales sur la rémunération des dirigeants, mais il manquait aux gouvernements les votes, le soutien des conseils d'administration des banques et l'assise légale nécessaires pour bloquer les paiements.

Seul le gouvernement suisse a acheté des actifs bancaires...

Dans quelques pays, le gouvernement a soutenu les grands établissements financiers en achetant leurs actifs dépréciés ou en leur fournissant une assurance contre les pertes sur certains portefeuilles. La Banque nationale suisse a racheté à UBS des actifs liés à des prêts hypothécaires pour les placer dans une structure *ad hoc*. La vente a permis à UBS de réduire ses actifs à risque et, donc, le montant de fonds propres que l'établissement devait détenir au regard des pertes potentielles. Certes, la Banque nationale suisse assume le risque de pertes éventuelles, mais elle a également droit à une part des bénéfices dans le cas où les actifs se redresseraient. Des plans de rachat d'actifs ont été annoncés aux États-Unis et en Allemagne mais, en mai, ils n'avaient pas encore été concrétisés.

...aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les pouvoirs publics ont offert à certaines banques une assurance contre les pertes

Aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le gouvernement a fourni une assurance sur les actifs de quelques banques : ING, RBS, Lloyds TSB, Bank of America et Citigroup. Dans cette approche, le gouvernement assume une partie des pertes potentielles sur un portefeuille particulier (généralement 80–90 %) après absorption d'un premier montant (ou franchise) par l'établissement. En échange, la banque verse au gouvernement une prime d'assurance qui dépend du degré de risque du portefeuille. L'assurance des actifs permet à la banque, en limitant ses pertes potentielles, de réduire le montant de ses fonds propres réglementaires. Cependant, le gouvernement se retrouve avec un important passif potentiel dans le cas où les actifs subissent une forte décote.

Les banques en cessation de paiement ont été placées sous contrôle de l'État

En Islande, en Irlande, au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'État a pris le contrôle de plusieurs établissements insolubles afin de protéger les déposants et d'empêcher la contagion à d'autres établissements (chapitre II). Ce transfert de propriété a été effectué soit directement par les autorités de régulation (pour les agences fédérales américaines et les banques islandaises), soit par ordonnance du tribunal (Bradford & Bingley au Royaume-Uni et la société belgo-néerlandaise Fortis). Dans certains cas, ce transfert a eu lieu indirectement par acquisition de la majorité ou de la totalité des actions assorties d'un droit de vote (pour AIG et Royal Bank of Scotland, par exemple). Si la base juridique nécessaire aux prises de contrôle existait aux États-Unis, en revanche, en Allemagne et au Royaume-Uni, de nouvelles lois ont dû être votées pour faciliter ces opérations, qui, sinon, auraient pu être bloquées par les actionnaires. Les établissements à la solvabilité incertaine, confrontés à un risque de nationalisation, n'ont pratiquement pas pu lever de capitaux, car les investisseurs et les créanciers craignaient une dépréciation de leurs fonds propres.

Réaction du marché aux plans de sauvetage

Les interventions publiques de fin septembre et d'octobre 2008 ont évité la faillite de banques d'importance systémique et protégé les déposants, mais elles n'ont pas dissipé toutes les inquiétudes concernant la santé des grands établissements internationaux. Bien que les créanciers aient été relativement rassurés, ce qui s'est traduit par un resserrement des marges de crédit au-dessus du rendement des obligations souveraines et des primes CDS, la plupart des banques ont encore eu des difficultés à lever des fonds privés, ou ont échoué (chapitre II). En conséquence, des injections répétées de capital en faveur de certaines banques ont été décidées entre novembre 2008 et mai 2009.

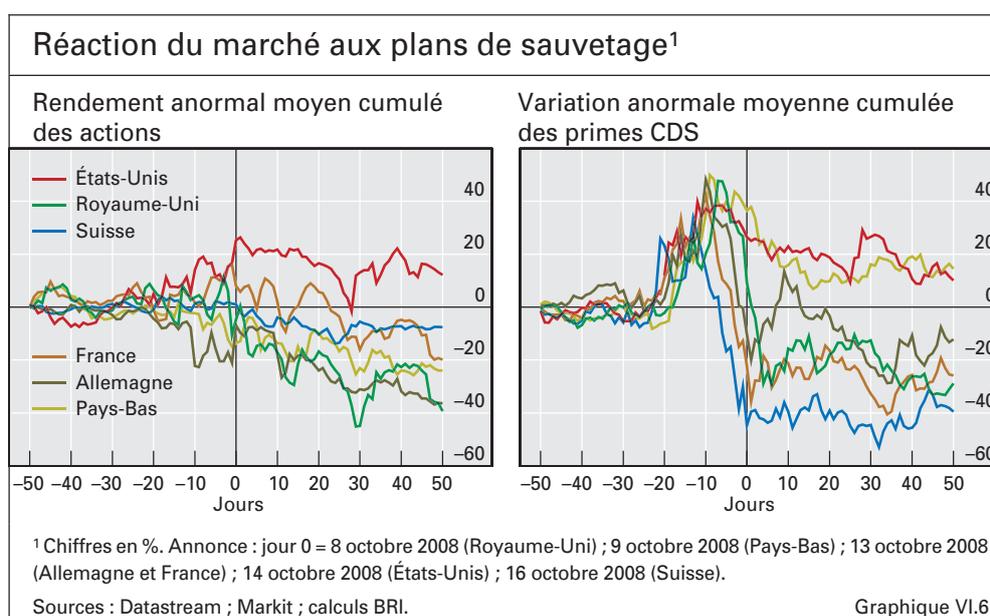
Dans un premier temps, en octobre, les valeurs boursières des banques ont réagi favorablement à l'annonce des plans de sauvetage. Mais leur baisse dans les mois suivants laisse à penser que les actionnaires ordinaires s'attendaient à de nouvelles pertes. Ces plans ne pouvant pas, par définition, protéger les détenteurs d'actions, un recul modéré du cours des titres bancaires était attendu en raison de la dilution des participations existantes (graphique VI.6, cadre de gauche). Dans les six pays représentés, les valeurs bancaires se sont moins bien comportées que le marché dans son ensemble après les injections de capital. La plus forte baisse a été constatée au Royaume-Uni, où le versement de dividendes ordinaires a été interdit. Les banques ayant bénéficié d'injections de fonds publics ont également enregistré de moins bons résultats que les autres.

Les créanciers ont mieux accueilli l'intervention des pouvoirs publics, comme en témoigne la diminution des primes CDS des banques de diverses nationalités (graphique VI.6, cadre de droite). En augmentant le ratio de fonds propres des banques et en permettant de refinancer les dettes existantes, les plans de sauvetage gouvernementaux ont réduit les risques de défaut, faisant reculer les primes CDS moyennes. Les primes de risque sur les dettes bancaires de premier rang et subordonnées ont également diminué par

Les interventions publiques n'ont pas ramené la confiance à plus long terme...

...comme en témoignent les baisses en Bourse

Les créanciers ont mieux accueilli l'aide des pouvoirs publics...



...mais les primes de risque sont restées importantes

rapport aux titres d'État de référence. Malgré ces signes positifs, certaines banques sont demeurées en difficulté et les primes de risque sont restées élevées. Les primes relativement importantes sur les obligations bancaires émises avec les différentes garanties gouvernementales semblent signifier que les créanciers nourrissent certains doutes sur la santé financière des banques et la crédibilité de l'engagement des pouvoirs publics à empêcher toute faillite parmi les établissements d'importance systémique.

Évaluation de la riposte des pouvoirs publics

Les États s'efforcent de remédier à la dépréciation des actifs bancaires

Globalement, les États ont peut-être trop tardé à agir pour purger les bilans des grandes banques de leurs actifs douteux. L'expérience des pays nordiques dans les années 1990 avait pourtant montré que cela était nécessaire pour réduire les incertitudes, rétablir durablement la confiance et jeter les bases d'un système financier solide (encadré VI.B). Bien que ces impératifs ne soient pas contestés, les mesures décidées jusqu'ici ont essentiellement consisté à fournir des garanties et des fonds publics. Mais les garanties publiques et l'assurance des actifs ont exposé les contribuables à d'importantes pertes potentielles. Et les progrès en ce qui concerne les actifs dépréciés ont été ralentis par la complexité des titres concernés, les obstacles juridiques et, surtout, le relatif manque de volonté politique de mobiliser des fonds publics pour résorber les problèmes. En raison de ce manque d'avancées, le risque existe que la crise se prolonge et que la reprise soit retardée, car les dysfonctionnements du système financier diminuent l'efficacité des stimulants monétaire et budgétaire.

L'expérience américaine illustre l'absence de progrès dans l'apurement des bilans bancaires de leurs actifs dépréciés et dans la comptabilisation des pertes connexes. Au lieu de racheter directement ces actifs, le Trésor américain a élaboré, en mars, un plan destiné à les valoriser avant de les retirer des bilans via un dispositif d'adjudication. Dans le cadre du PPIP (*Public-Private Investment Programme*, programme d'investissement public-privé), des investisseurs du secteur privé satisfaisant à certains critères d'éligibilité sont invités à enchérir pour des actifs immobiliers à risque détenus par des banques. Les adjudicataires reçoivent les fonds publics correspondants et des financements sans recours assortis de conditions attrayantes et bénéficient d'une garantie de l'État américain pour toute perte subie au-delà du montant des titres souscrits. Ces conditions avantageuses visent notamment à doper la valeur des titres sous-jacents, à avoir un effet incitatif approprié sur les apports de capitaux privés et à attirer les compétences requises pour valoriser et gérer les actifs concernés. Fin mai, malgré l'attractivité de cette offre, les perspectives du PPIP restaient toutefois incertaines.

Les autorités de régulation américaines ont soumis les 19 plus grandes banques à des tests de résistance

Pour accroître la confiance dans les banques, les autorités de régulation américaines ont soumis 19 holdings bancaires à des tests de résistance en avril 2009. L'objectif était de vérifier, à partir de plusieurs scénarios de pertes sur différents actifs, que leur capitalisation était suffisante pour les deux années à venir. Les résultats ont été publiés début mai et les autorités ont demandé à dix des banques examinées de relever leur niveau de fonds propres ou d'en améliorer la qualité en incluant davantage d'actions

ordinaires. Plusieurs banques ont profité des résultats des tests, qui ont réduit le degré d'incertitude et aiguisé l'appétit des investisseurs pour le risque, pour émettre des actions et des titres de dette. Le Royaume-Uni a procédé à des tests comparables, tandis que les autres pays européens continuaient de s'interroger sur l'intérêt éventuel d'un exercice de simulation à l'échelle de l'UE.

Il semble clair que la dégradation du crédit engendrera de nouvelles pertes sur les portefeuilles de prêts bancaires et autres expositions (chapitre III). Les banques pourraient donc être tentées de retarder la comptabilisation des pertes, grâce notamment aux règles comptables qui confèrent aux gestionnaires une grande latitude en matière de dépréciation d'actifs. Les contribuables ne voudront pas être exposés à de nouvelles pertes, même si les institutions clés du système financier solliciteront sans doute de nouvelles aides publiques pour conduire les adaptations nécessaires au rétablissement de la confiance et à la relance durable du crédit.

La crise se poursuivant, les pertes sur prêts et les défaillances augmentent

Considérations à plus long terme

Les mesures gouvernementales de soutien des banques soulèvent un certain nombre de questions à plus long terme.

Premièrement, les responsables doivent arbitrer entre les objectifs à court et à moyen terme. Les mesures à court terme qui retardent l'ajustement et stimulent la demande globale ne sont pas nécessairement compatibles avec la nécessité de moyen terme de renforcer les bilans bancaires pour jeter les bases d'un système financier sain et d'une reprise autonome.

Les mesures à court terme peuvent desservir les objectifs à moyen terme

Deuxièmement, les plans de sauvetage destinés aux banques réputées trop grandes ou trop interconnectées pour faire faillite posent la question du risque subjectif (ou aléa moral). Comme il semblait impératif, après l'épisode de Lehman Brothers, d'éviter la faillite d'établissements financiers majeurs, ce risque était considéré comme incontournable. Mais, en protégeant les créanciers et en limitant les pertes des actionnaires, les interventions publiques risquent de réduire la vigilance des investisseurs dans l'exercice de surveillance des banques. En revanche, les cadres dirigeants et les courtiers qui avaient récolté les fruits de la prise de risque ne peuvent suffisamment être tenus comptables des pertes qui s'en sont suivies.

Le problème de l'aléa moral se pose à plus long terme

Troisièmement, les plans de sauvetage et les ventes de banques en faillite réalisées sous l'égide de l'État peuvent involontairement accroître le risque systémique en donnant naissance à de plus grandes institutions financières. Aux États-Unis, par exemple, le prêt de la Réserve fédérale à JPMorgan Chase a facilité le rachat de Bear Stearns en mars 2008. Puis, en septembre, la FDIC a organisé la vente des filiales bancaires de Washington Mutual à la même JPMorgan Chase. Au Royaume-Uni, l'État a vendu l'activité banque de détail de Bradford & Bingley à Banco Santander, l'une des premières banques de la zone euro en termes d'actifs. Des opérations comparables ont été réalisées dans d'autres pays. Or, les grandes institutions financières représentent un risque systémique disproportionné (chapitre VII).

Les sauvetages de banques pourraient accroître les risques systémiques futurs

Enfin, l'absence de coordination des ripostes nationales peut faire craindre d'éventuelles distorsions de la concurrence. On constate en particulier que la portée des plans de sauvetage, leurs modalités et leurs coûts varient selon les

L'absence de coordination fausse la concurrence

pays, certaines banques bénéficiant de conditions plus avantageuses que leurs concurrentes. La Commission européenne a examiné les mesures de sauvetage décrétées par les États membres de l'Union européenne pour éviter toute distorsion injustifiée de la concurrence, mais les autres plans nationaux n'ont pas fait l'objet d'un tel traitement. Ce manque de coordination à l'échelle mondiale risque de fausser les conditions de concurrence entre les grandes banques mondiales. De plus, les aides publiques explicitement liées à l'octroi de prêts à l'économie locale pourraient, même involontairement, inciter les grandes banques mondiales à se retirer des marchés étrangers (chapitres III et V).

Plans de relance budgétaire pour stimuler la demande globale

Les mesures budgétaires, en dernier ressort

Fin 2008, alors que la crise entrait dans sa quatrième phase, des inquiétudes se sont fait jour sur la capacité de la politique monétaire d'éviter une brutale contraction de la production. De même, les programmes de recapitalisation et les garanties publiques offertes aux banques pouvaient avoir empêché l'effondrement du système financier mais ne semblaient pas aptes à relancer l'activité à court terme. Dans ce contexte, les autorités des principales économies ont eu recours à des mesures budgétaires pour stimuler la demande globale et amortir le fléchissement conjoncturel. En mai 2009, presque tous les pays de l'OCDE et de nombreuses économies émergentes non membres avaient annoncé des plans de relance budgétaire.

Le montant des plans varie selon l'importance des stabilisateurs automatiques

L'ampleur de ces plans varie considérablement. Parmi les pays de l'OCDE, les États-Unis ont annoncé le plan le plus vaste, d'un coût bien supérieur à 2 % du PIB, en 2009 comme en 2010 (graphique VI.7, cadre supérieur)⁴. Il n'y a pas de corrélation positive entre le montant relatif des plans et la gravité de la récession dans les différents pays (graphique VI.8, cadre de gauche). Le rôle relatif des stabilisateurs automatiques est bien plus prépondérant et explique environ un cinquième de la variation des montants engagés par les pays de l'OCDE (graphique VI.8, cadre du milieu).

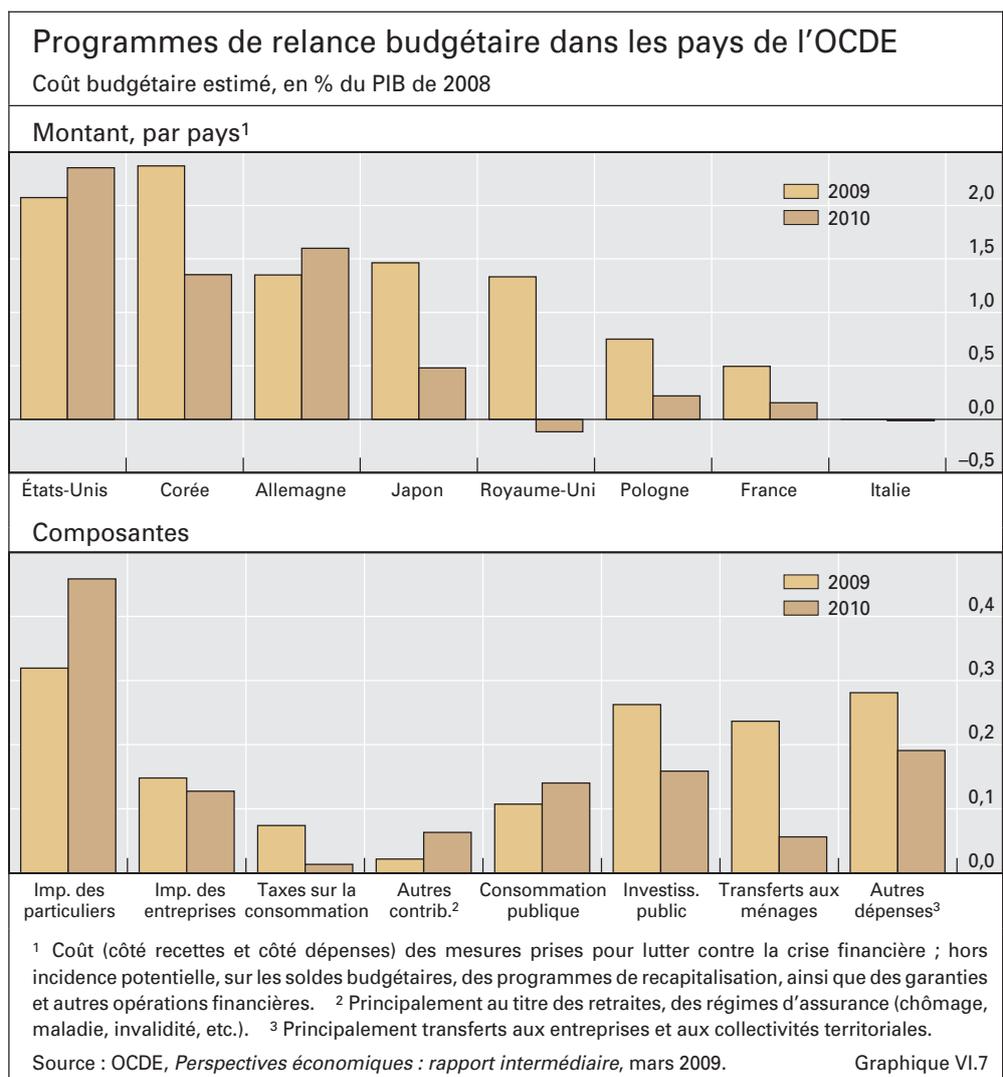
La variation du déficit comme indicateur de la stimulation

Au vu de l'importance des stabilisateurs automatiques dans de nombreuses économies, les plans de relance discrétionnaires devraient sans doute être envisagés dans un cadre plus large. Pour mesurer la relance globale, il est préférable de se fonder sur la variation attendue des soldes budgétaires à court terme, qui reflète les dépenses (et les recettes) liées aux plans de sauvetage financiers ainsi que la baisse de recettes découlant de la dépréciation des actifs. La relance budgétaire correspond à la somme des diverses composantes et non à une composante unique.

Nette aggravation des déficits

Les déficits budgétaires devraient atteindre des niveaux largement supérieurs à ceux qui étaient prévus avant l'aggravation de la crise, en septembre. Tant les soldes structurels que conjoncturels devraient se détériorer très nettement (graphique VI.1, cadre inférieur). Pour les États-Unis,

⁴ Certains plans de relance budgétaire annoncés par des économies non membres de l'OCDE représentaient même un pourcentage supérieur par rapport au PIB. Néanmoins, la stimulation effective est souvent en retrait de celle suggérée par les chiffres, qui peuvent inclure des dépenses déjà engagées ou potentielles. Les chiffres concernant les pays de l'OCDE n'englobent pas de tels éléments.

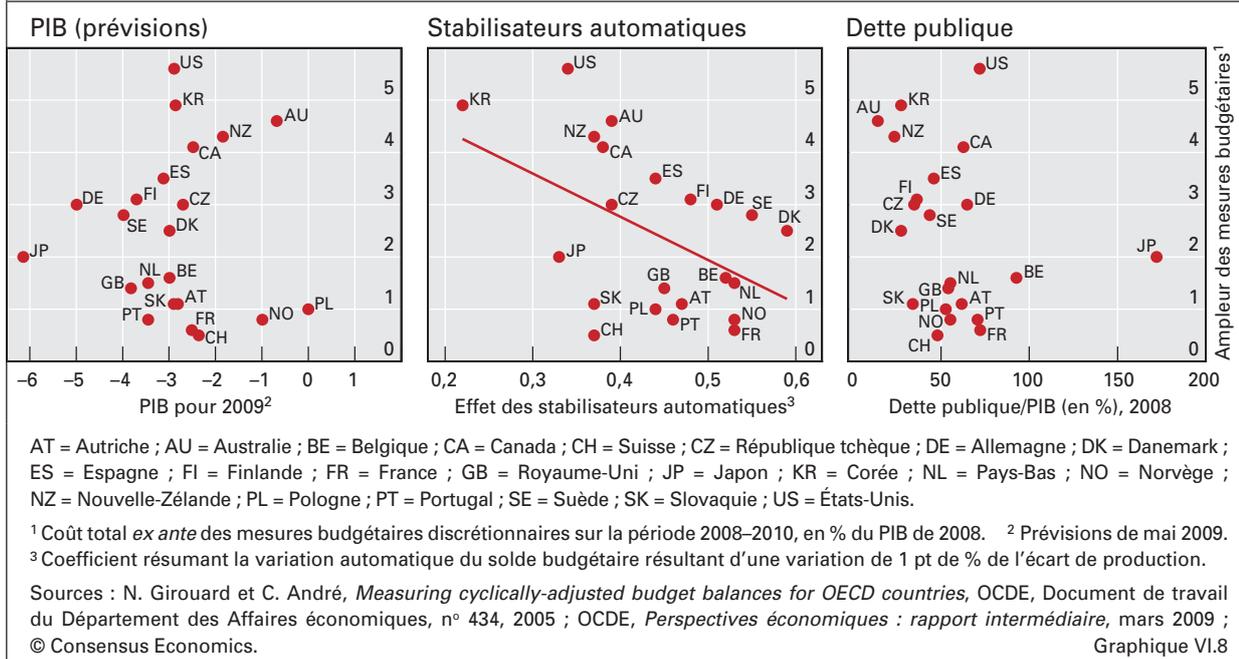


les projections établies en mars 2009 par l'OCDE signalait un déficit de 10 % du PIB en 2009, alors que le chiffre publié à la mi-2008 était d'environ 5 %. En Allemagne, en France, au Japon et au Royaume-Uni également, les politiques budgétaires sont beaucoup plus expansionnistes qu'anticipé antérieurement. Le solde structurel de l'Italie, qui n'a annoncé aucun plan de relance notable, devrait demeurer quasiment inchangé mais les stabilisateurs automatiques creuseront le déficit conjoncturel.

La possibilité de procéder à une relance budgétaire varie sensiblement entre les différents pays. Ceux qui ont une dette publique très élevée et des déficits budgétaires significatifs sans même avoir décidé de mesures discrétionnaires, ou encore ceux dont les engagements non financés sont considérables, ont moins de latitude que les pays ayant des finances publiques plus saines. Jusqu'à présent, toutefois, ces obstacles ne semblent pas avoir détourné les principales économies de la relance par le budget : dans les pays de l'OCDE, aucune relation significative n'est observée entre le montant des plans et l'encours de la dette publique (graphique VI.8, cadre de droite). En outre, les coûts de financement ont généralement diminué, malgré une

Marge de manœuvre limitée...

Mesures budgétaires discrétionnaires : efficacité et marge de manœuvre



...uniquement dans les petites économies en situation budgétaire moins favorable

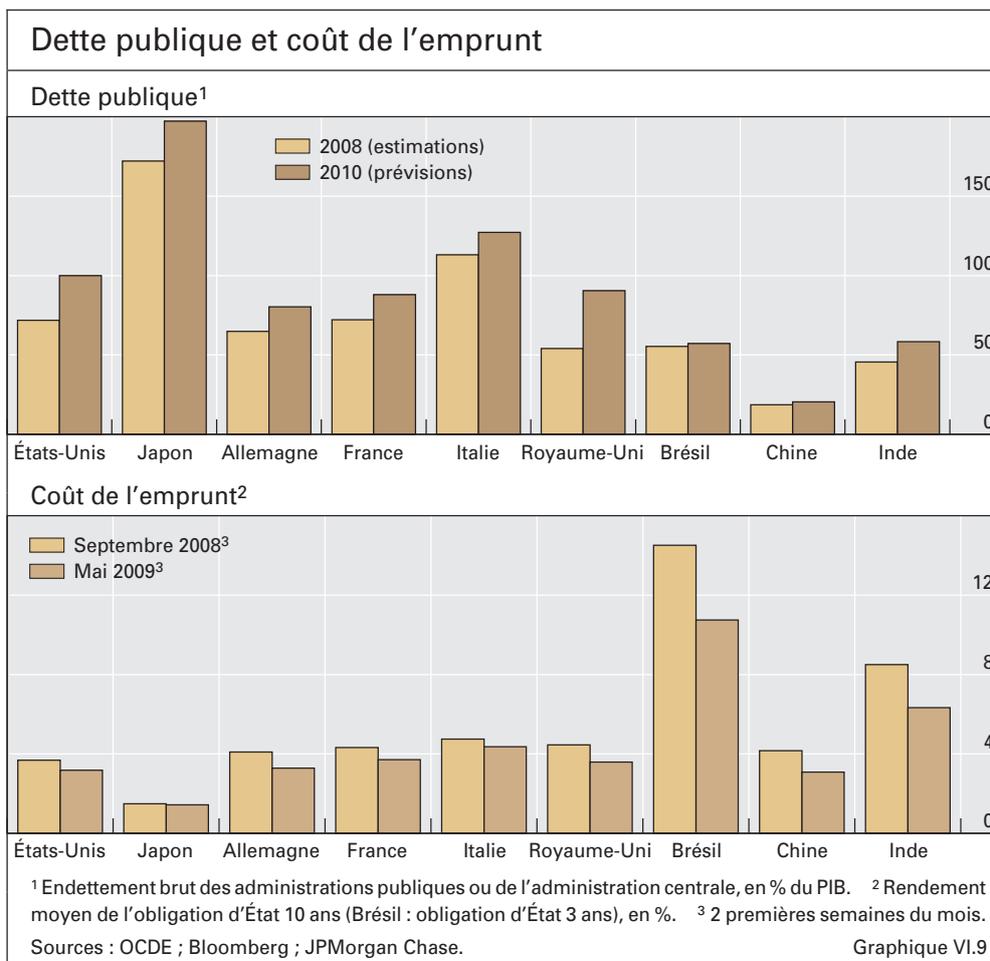
La composition des plans de relance est-elle un gage d'efficacité ?

Incertitude relative aux multiplicateurs budgétaires

nette aggravation des déficits budgétaires (graphique VI.9, cadre inférieur). Quelques exceptions concernent de plus petits pays comme la Hongrie, l'Irlande et l'Islande qui, accusant des déficits budgétaires substantiels, ont eu du mal à placer leurs titres de dette publique et ont dû resserrer leur politique budgétaire durant les troisième et quatrième phases de la crise.

Les méthodes nationales diffèrent même si la plupart des plans de relance panachent allègements fiscaux et hausses des dépenses publiques (graphique VI.7, cadre inférieur). Les allègements de la fiscalité tendent à avoir moins d'effet sur la production que les mesures ciblant les ménages à faible revenu (épargnant sans doute peu). Néanmoins, plusieurs raisons ont poussé les autorités budgétaires à inclure de tels instruments dans leur plan. Certaines étaient politiques : il est plus facile de mobiliser des fonds publics importants quand les bénéficiaires intéressent un grand nombre de contribuables. D'autres raisons étaient économiques : la mise en place d'allègements fiscaux est relativement rapide, alors que l'augmentation des dépenses publiques implique souvent des délais significatifs. En outre, diminuer l'impôt des personnes physiques peut contribuer au désendettement du secteur des ménages et donc accélérer la reprise à un stade plus lointain, même si l'incidence sur le PIB est modeste à court terme.

Les plans de relance ont sans aucun doute été massifs, mais s'avèreront-ils efficaces ? Les estimations varient. S'appuyant sur des moyennes constatées par le passé, le Service d'études budgétaires du Congrès américain (CBO) pense par exemple que la loi sur la reprise et le réinvestissement (ARRA), qui contient la plupart des mesures de relance budgétaire, dopera la croissance du PIB de 1,4 à 3,8 points de pourcentage en 2009 et d'un petit peu moins en 2010. L'imprécision de ces estimations reflète le large éventail de multiplicateurs



budgetaires figurant dans la littérature sur le sujet⁵. Toutefois, il est difficile de savoir si les estimations économétriques effectuées à partir de situations en phase de fonctionnement normal des marchés financiers sont d'une quelconque utilité pour évaluer l'efficacité des mesures budgétaires au stade actuel. Certes, les tensions financières risquent de faire augmenter le pourcentage de ménages et d'entreprises sans accès au crédit, et éventuellement la part de leur revenu additionnel consacrée à la dépense. Mais, dans le même temps, le degré élevé d'incertitude pourrait les inciter à se désendetter ou à épargner plus, diminuant ainsi l'effet multiplicateur.

Risques

Il est encore difficile de dire, à ce jour, si les mesures expansionnistes destinées à enrayer la forte baisse de l'activité économique observée fin 2008 et début 2009 réussiront à stabiliser l'économie. L'un des principaux sujets de préoccupation réside dans les solutions limitées apportées jusqu'ici aux

L'efficacité des mesures expansionnistes...

⁵ Les modèles macroéconomiques structurels utilisant des anticipations fondées sur le passé donnent généralement des multiplicateurs supérieurs à 1 (un dollar consacré à des dépenses budgétaires fait augmenter le PIB de plus d'un dollar). Selon des modèles plus prospectifs et des analyses ponctuelles, les multiplicateurs sont le plus souvent inférieurs à 1 (la hausse des dépenses budgétaires est compensée par une réduction des dépenses dans d'autres pans de l'économie).

...risque d'être atténué par un système financier affaibli

problèmes de fond du secteur financier, à l'origine de la contraction. L'expérience des pays nordiques dans les années 1990 (encadré VI.B) et d'autres épisodes passés suggèrent que toute reprise durable suppose d'avoir préalablement obligé le système bancaire à endosser les pertes, à se débarrasser des actifs improductifs, à supprimer les capacités excédentaires et à reconstruire son assise financière. Ces conditions ne sont pas réunies. On peut donc raisonnablement craindre que la relance actuelle ne permettra qu'un redémarrage temporaire de la croissance, suivi d'une période de stagnation prolongée. De surcroît, en raison de ce répit momentané, il pourrait être plus difficile pour les autorités de prendre des mesures certes impopulaires mais nécessaires pour assainir le système financier, ce qui pourrait encore prolonger le ralentissement économique.

Risque de sortie forcée

Le principal risque à court terme associé aux politiques expansionnistes est peut-être l'éventualité d'une sortie forcée. Jusqu'à présent, les autorités monétaires et budgétaires des principales économies ont eu une relative liberté dans la conduite de leurs politiques expansionnistes, mais cela ne durera pas forcément. Une longue période de stagnation économique pourrait nuire à la crédibilité des politiques en place. Les États pourraient avoir du mal à placer les titres de dette publique si les marchés estiment que les soldes sous-jacents resteront négatifs durant plusieurs années. Dans ces circonstances, les coûts de financement pourraient grimper en flèche, obligeant les autorités à réduire les dépenses ou à augmenter notablement les impôts. Certains pays pourraient également être soumis à des contraintes extérieures. En particulier dans des économies de plus petite taille et plus ouvertes, des pressions exercées sur la monnaie nationale pourraient contraindre les banques centrales à conduire des politiques plus restrictives que ne le commanderait la situation économique intérieure.

Transition vers une nouvelle structure économique

D'autres risques se profilent à moyen terme. Bien que l'objectif immédiat des dirigeants nationaux soit d'amortir le fléchissement brutal de l'économie, les politiques expansionnistes décrétées fin 2008 et début 2009 influenceront sur la transition vers une structure économique plus viable, caractérisée par un niveau d'endettement plus faible et donc un secteur financier plus resserré. Une transition en douceur est clairement souhaitable, même si la correction des déséquilibres identifiés au chapitre I ne pourra être reportée indéfiniment. La crédibilité des responsables passe par la reconnaissance de ce constat.

Un resserrement ne devrait pas poser de problèmes techniques...

À un moment donné, l'économie va se redresser et il faudra revenir sur les politiques d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire. Sur le plan technique, cela ne pose pas de difficultés. La cession des volumineux portefeuilles d'actifs accumulés par les banques centrales depuis la faillite de Lehman Brothers prendra du temps, mais ne compromettra pas la capacité des banques centrales à diminuer la stimulation monétaire. Même si elles ne peuvent pas réduire leurs bilans, elles peuvent éponger la liquidité en procédant à des opérations de prises de pension, en émettant des bons ou en incitant les banques à détenir des réserves. Comme on l'a vu plus haut, certaines de ces mesures ont déjà été utilisées pendant la crise pour compenser, au moins partiellement, l'expansion des bilans des banques centrales. Il ne devrait pas être beaucoup plus difficile de renoncer aux

mesures de soutien budgétaire. Certaines sont limitées dans le temps et, à moins d'être prolongées, expireront naturellement. D'autres dispositions, en revanche, ne sont assorties d'aucun terme, mais pourraient être redéfinies dans le cadre des processus budgétaires normaux.

L'absence de difficultés techniques majeures pour retirer la stimulation monétaire et budgétaire ne signifie pas qu'il sera aisé de resserrer les politiques. Un durcissement trop précoce pourrait compromettre la reprise, mais tout retard pourrait engendrer des tensions inflationnistes – liées aux plans de relance – ou contribuer à déclencher un nouveau cycle d'effet de levier et une nouvelle bulle financière. Il est toujours difficile, même lorsque toutes les conditions sont réunies, de savoir quand entamer un resserrement des politiques, mais la période actuelle est plus complexe encore. Les mesures classiques de l'écart de production ne sont sans doute pas très utiles de ce point de vue. Il est en effet difficile d'estimer dans quelle mesure les tensions dans le secteur financier réduiront, les prochaines années, le potentiel de production. La deuxième difficulté majeure est de nature politique. Tant les banques centrales que les ministères des finances seront probablement soumis à de vives pressions politiques visant à différer tout durcissement.

Les politiques expansionnistes instaurées en 2008 et 2009, dont les effets restent incertains, n'en auront pas moins des conséquences à long terme, principalement en raison de l'encours de dette publique qu'elles vont générer. Même en cas d'annulation très rapide des mesures de relance, les engagements découlant des plans de sauvetage financiers pourraient grever les finances publiques pour plusieurs années, tandis que la dépréciation des actifs affectera probablement les recettes. L'augmentation des dettes publiques pourrait à son tour entraîner une hausse des taux d'intérêt réels, générant un effet d'éviction de l'investissement privé. Pour en revenir au plan de relance américain, le CBO estime qu'il amputera durablement la croissance du PIB, de 0,2 % par an. Dans les années à venir, la principale tâche des autorités consistera donc à assainir les finances publiques.

...mais s'engager sur une fin de la relance est difficile

Risque de surexpansion budgétaire