

## **Crise financière et conjoncture**

20 Octobre 2008

**Cette note vise à dresser un bref état des lieux, transitoire et fragile, de la situation conjoncturelle sous les coups de boutoir de la crise financière.**

### **1. La propagation de la crise financière**

Elle déborde désormais de loin l'impulsion originelle venue de la défaillance des prêts *subprime* consentis aux ménages américains les plus modestes, puis répercutée et amplifiée via la chaîne opaque des créances titrisées.

La crise a révélé au grand jour les failles de la « division du travail » gérant cette chaîne (par exemple, l'incapacité des assureurs spécialisés, les *monolines*, à faire face à un taux de sinistre sortant de la normalité statistique héritée du passé). Escroquerie et négligence ont pu se loger dans ces failles.

Au départ, il s'est agi d'une crise de crédit « classique » ayant entraîné la désintégration du système de crédit américain. A cette crise d'origine se sont surajoutées plusieurs ondes de choc successives, amplifiées par une série de chocs psychologiques (les défaillances d'institutions perçues comme invulnérables) et qui ont matérialisé le risque de nature systémique, affectant l'ensemble du système financier :

- l'apparition et la persistance de comportements anormaux de marché sur l'ensemble des classes d'actifs financiers;
- la crise de confiance et de liquidité, d'autant plus critique qu'elle est durable ;
- la prise en compte, dans la spirale des anticipations négatives, d'un choc en retour dû aux impacts attendus sur l'économie réelle. Cette dimension passe aujourd'hui au premier plan.

## Où en est-on aujourd'hui ?

### 1.1 Les canaux de propagation

*Le marché interbancaire concentre la défiance accumulée.* Son blocage fait peser la menace d'une désintégration du système financier mondial et la liquidité n'est maintenue que par des interventions en continu des banques centrales. La décision concertée de sept banques centrales, le 8 octobre, de baisser leurs taux directeurs d'un demi-point n'est pas parvenue à soulager les tensions. Au travers de leurs interventions répétées, la qualité du bilan lui-même des banques centrales se dégrade, ce qui n'est pas sans soulever question sur les limites de leur action. La FED et la BCE ont significativement élargi la gamme des titres qu'elles prennent en garantie des refinancements qu'elles accordent (jusqu'aux billets de trésorerie ou *commercial paper* émis par les entreprises dans le cas de la FED, jusqu'à des titres dont la nature ou la qualité les excluaient jusque là des garanties acceptées dans le cas de la BCE). Ce n'est qu'au lendemain du week-end des 11 et 12 octobre, marqué par les initiatives conjointes du G7 et de l'Eurogroupe (*voir infra*), que les taux sur le marché interbancaire ont commencé à se détendre.

*Le marché de l'assurance contre le risque de défaut* des institutions financières et des entreprises (les *Credit Default Swaps* ou CDS) est à la fois un symptôme et un facteur de propagation. Si ce marché n'a pas explosé, il sert de caisse de résonance au risque systémique, car il concentre les interdépendances entre institutions financières. Il repère celles qui sont les victimes potentielles. Il interagit avec le marché interbancaire : le prix de la couverture contre le risque de défaut d'une banque est un indicateur de son coût de refinancement. Le dénouement des tensions sur ce marché soulève de délicats problèmes de compensation entre institutions financières, en cours d'examen aux Etats-Unis. Cette concentration du risque systémique sur le marché de l'assurance rendait la défaillance de l'assureur AIG, désormais soutenu à bout de bras par les autorités américaines, particulièrement critique. Si les risques de défaut sur les actifs concernés n'atteignent pas les taux de défaillance extrêmes enregistrés dans le cas des prêts *subprime*, ils portent sur des montants plus larges. La dégradation de l'économie réelle accroîtra aussi les risques de défaut sur les actifs pourtant non toxiques émis par les entreprises. Les CDS sur la dette des Etats n'échappent plus eux-mêmes aux tensions. C'est là un facteur de crise qui n'est pas encore dénoué.

*La chute et la volatilité boursières* font interférer la recherche effrénée de liquidités, quitte à brader des actifs, et la vulnérabilité des valeurs les plus sensibles aux anticipations négatives : valeurs financières, mais aussi valeurs industrielles de nature cyclique. L'interdiction transitoire des ventes à découvert n'a pas suffi à contrer ce mouvement, qui accentue la détérioration générale des bilans et de la confiance. Les marchés de produits dérivés (comme les dérivés d'actions) sont rendus eux-mêmes plus vulnérables par la volatilité anormale des

marchés. C'est un facteur d'incertitude élevé pour la situation des banques d'investissement et de financement, quand elles sont encore debout.

## 1.2 Les lieux de vulnérabilité

*Malheur aux institutions « illiquides »*, qui, à tort ou à raison, n'accèdent plus à un refinancement normal ! L'effet Lehman Brothers a tétanisé les banques et détruit leur confiance réciproque. Fallait-il faire – du point de vue des autorités américaines – un exemple au nom de l'aléa moral (rappeler les banquiers à la responsabilité) ? C'est largement considéré maintenant comme une erreur (peut-être favorisée par de vieilles rivalités entre banques américaines) qui a précipité le blocage actuel, où les institutions disposant de liquidités font de la rétention et se gardent bien de prêter à leurs congénères dont la solvabilité est suspectée. Le dernier rempart de la confiance est resté la sagesse des ménages déposants et épargnants, qui se sont gardés jusqu'à présent de céder à une panique généralisée. Il faut rappeler que, dans des sociétés où le salariat est le statut majoritaire, la confiance dans le lien social qu'est la monnaie est de l'ordre du bien public, dont le sort ne peut être dévolu à des acteurs privés faillibles.

Il n'est pas aisé de trier, au vu de l'information disponible, entre *les situations d'illiquidité* et *les situations d'insolvabilité*. L'évaluation des bilans par la valeur courante de marché (principes de *mark to market* et de *fair value*) et la mise hors bilan d'opérations au dénouement incertain compliquent singulièrement la lecture des bilans des institutions financières et minent leur pertinence. C'est un facteur d'enlisement dans la dégradation cumulative des réputations. La mise en cause, jusque-là minoritaire, des normes comptables de type *fair value*, aux effets procycliques, se répand et suscite des adaptations circonstanciées. Cette valorisation des actifs à une « juste valeur » en référence aux prix du marché sera tôt ou tard sous le feu de trois grandes critiques :

- la capture immédiate dans le prix de marché des facteurs actuels et futurs est à l'origine de gains et pertes brutaux qui ne prennent pas en compte l'horizon effectif de détention de ces actifs ; plus récemment, elle a contribué à brouiller la frontière entre les actifs effectivement « pourris » et ceux qui sont momentanément invendables ;

- la référence aux prix de marché s'avère inopérante lorsque le marché n'est plus en mesure de fixer un prix aux actifs soit parce qu'il a « capitulé » (absence de contreparties aux vendeurs), soit parce que le tarissement de la liquidité ne rend plus observables les paramètres de valorisation ;

- la généralisation de la comptabilisation en « fair value » des actifs et passifs d'une entreprise fait fi de ce qui fonde l'existence même de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à combiner ses actifs pour en tirer plus de valeur que leur simple évaluation liquidative.

Les banques françaises, celles au moins dont la réputation semble résister, sont dites protégées par leur modèle universel. Mais, si, d'un côté, l'activité de détail protège grâce à la disponibilité d'une large base de dépôts, de l'autre, elle peut être déstabilisée par les déboires de la banque d'investissement si ceux-ci viennent entamer les fonds propres de la banque. Le risque systémique ne s'en trouve pas automatiquement diminué. La période actuelle, avant la clôture des comptes de fin d'année, se prête à l'incertitude : les bénéfices des banques françaises, en réduction sensible, n'ont globalement pas disparu, sans qu'ils préjugent de la réalité de leur situation de bilan. La recomposition du système financier est en tout cas d'ores et déjà engagée à l'échelle mondiale, les institutions supposées saines reprenant, après dépeçage, les activités des institutions défailtantes avec l'aval des pouvoirs publics.

La crise révèle la vulnérabilité de segments spécifiques du système financier. Nombre de *hedge funds* paraissent atteints par les rachats de parts qu'opèrent les investisseurs et par le repli de ces derniers sur des valeurs-refuges. La course à la liquidité généralisée fait peser une menace générale. Certains acteurs du *shadow banking system* (les acteurs financiers « fantômes » agissant en marge des régulations), qui ont poussé au-delà des limites les effets de levier en s'endettant à court terme pour financer des opérations très risquées, n'ont plus accès à la liquidité parce que leur capital apparaît pour ce qu'il est : nul. La fin de l'année 2008 sera périlleuse pour nombre de ces acteurs. Certaines institutions normalement moins aventureuses se sont fourvoyées sur des marchés classiques mais fragiles (comme celui des collectivités locales pour les banques allemandes). La multiplicité des segments vulnérables participe de la défiance généralisée, puisque des titres, crédités a priori d'une bonne qualité, du type obligations hypothécaires (comme celles émises par la banque *Hypo Real Estate* en Allemagne), peuvent voir cette qualité durement mise à l'épreuve.

Il ne faut pas oublier enfin que la durée de la crise est en train de convertir des difficultés hypothétiques en menaces bien réelles sur le « *business model* » des banques qui s'adressaient au marché pour refinancer leur activité de crédit : elles avaient pour pratique prudente de « surfinancer » leurs crédits pour conserver une réserve de liquidité de six mois ou plus : un an de tarissement de la liquidité ne serait pas supportable.

### **1.3 Les parades des autorités publiques**

Les coupe-feu tentés par les autorités publiques pour faire face à la propagation de la crise n'ont pas, jusqu'au week-end des 11-12 octobre, fait la preuve de leur efficacité. Le Plan Paulson de mise en place d'une structure de défaillance publique reprenant les créances pourries, laborieusement adopté par le Congrès américain, apparaît comme une étape obligée, après la série d'interventions au coup par coup de plus en plus coûteuses. Mais la confiance dans ses vertus se heurte au scepticisme des opérateurs de marché comme des commentateurs. Son efficacité et sa crédibilité apparaissent conditionnées par l'atteinte

difficile d'un équilibre entre ses dispositions, qui permette d'anticiper sur les voies de sortie de la crise :

- la reprise des actifs dévalorisés à un « juste » prix qui concilie le moins mal possible l'intérêt des contribuables et celui des institutions financières sous assistance ;
- la recapitalisation de ces institutions financières, qui suppose l'alliance des efforts publics et privés ;
- le soutien apporté aux ménages, afin qu'ils retrouvent solvabilité lorsqu'ils ont été directement touchés par les excès d'endettement ;
- et les garanties fournies aux déposants et épargnants.

En Europe, l'engagement pris le samedi 4 octobre par le G4 européen, dans la foulée de l'adoption du plan Paulson, de soutenir toute banque européenne en difficulté par des interventions nationales plus ou moins coordonnées, a vite été perçu comme un effet d'annonce masquant fort mal la logique du chacun pour soi. Il a d'emblée été mis à l'épreuve par l'annonce de l'échec du plan de soutien à la banque hypothécaire allemande *Hypo Real Estate*. Cet échec est venu démentir l'assurance du gouvernement allemand et a démontré une nouvelle fois que la solidarité n'était guère à l'ordre du jour entre institutions financières. La cacophonie européenne a ajouté au fiasco des marchés durant la semaine qui a suivi, en manifestant, faute de dispositif européen commun, les carences de la capacité d'intervention politique des Etats européens face à une crise faisant fi des frontières nationales. Les bourses se sont effondrées et les tensions interbancaires se sont encore renforcées. Les extensions de garantie de dépôts se sont faites dans le désordre et la concurrence. Si la BCE gère avec professionnalisme la crise de liquidité, la Commission européenne est largement hors jeu.

Il faut noter la vulnérabilité des petits pays aux logiques aventureuses de leurs banques, comme l'Islande vient d'en témoigner. Ce n'est pas sans effets induits sur leurs grands voisins, avec qui les relations sont étroites : le Royaume-Uni a éprouvé de tels effets dans le cas de la crise islandaise. Plusieurs pays d'Europe centrale et orientale, qui sont très dépendants des financements extérieurs et dont les devises sont accrochées à l'euro, sont exposés à de tels troubles dévastateurs. La Hongrie est d'ores et déjà touchée et fait l'objet d'attention de la part des institutions européennes et du FMI.

Les gouvernements européens se sont engagés, en ordre dispersé, dans la mise en place de dispositifs nationaux qu'ils tentent de proportionner aux difficultés perçues de leurs systèmes financiers, dans la douleur et l'incertitude. Le *package* mis en place au Royaume-Uni a marqué les esprits : il cumule des apports en capital, un plan de liquidité par la Banque d'Angleterre, des garanties d'emprunts obligataires et revient à s'engager sur la voie d'une nationalisation partielle des banques. Il a exercé un effet d'influence sur la doctrine de réaction coordonnée face à la crise que se sont enfin efforcés de définir le G7 puis l'Eurogroupe durant le week-end

des 11 et 12 octobre. Il était temps probablement, même si cette double initiative, saluée positivement par les marchés et procurant une accalmie bienvenue mais provisoire, est loin de suffire à dénouer l'ensemble des difficultés systémiques. Celles-ci sont durables et il faut s'attendre à de nouvelles péripéties.

Le G7 s'est entendu sur une série de principes :

- soutenir, en temps utile, les institutions financières d'importance systémique (ce qui revient à miser sur la capacité à discerner ce qui est systémique et ce qui ne l'est pas),
- assurer le déblocage du marché interbancaire et l'accès des institutions financières à la liquidité,
- appuyer les institutions financières pour qu'elles puissent lever des capitaux, de sources publiques et privées, et qu'elles retrouvent une situation de bilan propre à restaurer la confiance et à leur permettre de continuer à prêter aux ménages et aux entreprises,
- renforcer la robustesse et la cohérence des dispositifs nationaux de garantie des dépôts, afin de rassurer déposants et épargnants et de parer à toute panique catastrophique,
- relancer le marché secondaire de la dette hypothécaire et d'autres actifs titrisés, sous réserve de transparence et de cohérence des informations et des évaluations (dure tâche, qui n'évitera pas de nouvelles dépréciations !).

Dans la foulée, la réunion de l'Eurogroupe, tout en prenant acte du renoncement à un fonds européen impossible à mettre sur pied en l'absence de véritable esprit fédéral, a permis le passage à l'acte de ces principes. Les pays de la zone euro ont annoncé de manière coordonnée des programmes nationaux de sauvegarde de leurs systèmes bancaires et financiers.

La coordination porte à la fois sur la synchronisation des annonces et sur leur contenu : ces programmes articulent l'accès à la liquidité (des garanties de refinancement ou de prêts interbancaires) et l'accès aux capitaux (aux fins de recapitalisation). L'horizon des garanties de refinancement (fin 2009) est significatif des délais que les gouvernements jugent nécessaires pour dénouer les tensions actuelles et pourvoir aux échéances de dettes des banques. Les montants cumulés sont considérables, en montants absolus comme rapportés aux PIB nationaux, bien que les bilans bancaires soient de taille encore plus impressionnante (cf. tableau ci-dessous, sachant cependant qu'il convient d'être conscient que l'on rapporte des stocks réels ou virtuels d'actifs aux flux que sont les PIB). L'impact à venir sur la dette et les comptes publics dépendra du degré de mobilisation de ces dispositifs et de la qualité de la gestion de cette intervention directe des Etats dans l'intermédiation financière. Un accident systémique de grande échelle serait lourd de conséquences à cet égard.

Si cette manifestation de coordination entre pays de la zone euro est bienvenue, elle est loin d'être parfaite :

- Les différences entre programmes nationaux sont suffisantes pour susciter des distorsions concurrentielles et des attitudes opportunistes (le recours de banques plutôt saines à des ressources au coût réduit par la garantie publique afin de bénéficier d'avantages concurrentiels, bien qu'à ce jour les banques ne veulent pas donner l'impression de se ruier sur les dispositifs annoncés, afin de ne pas écorner leur réputation).

- Les garanties de dépôts restent inégales entre pays, même si la Commission européenne réapparaît pour proposer une directive élevant la garantie minimale par déposant et par banque à 50000 euros, puis à 100000 euros d'ici un an.

**Plusieurs banques européennes ont un actif qui dépasse le produit intérieur brut de leur pays**

Royaume-Uni (PIB : 1 910,2 mds €)	France (PIB : 1 792 mds €)	Allemagne (PIB : 2 341,3 mds €)	Italie (PIB : 1 458,1 mds €)	Espagne (PIB : 967,8 mds €)
Royal Bank of Scotland : 2 079,0 (109 %)	BNP Paribas : 1 694,5 (95 %)	Deutsche Bank : 1 917,1 (82 %)	Unicredit : 1 021,8 (70 %)	Santander : 912,9 (94,3 %)
HSBC : 1 607,9 (84 %)	Crédit agricole : 1 414,2 (79 %)	Commerzbank : 616,5 (26 %)	Intesa Sanpaolo : 605,3 (41 %)	BBVA : 502,2 (52 %)
Barclays : 1 541,7 (81 %)	Recapitalisation : 40 mds €, Garantie : 320 mds €	Recapitalisation : 80 mds €, Garantie : 400 mds €	MPS : 199,4 (14 %)	Garantie : 100 mds €
HBOS : 837,8 (44 %)	<b>Belgique/Luxembourg (PIB : 350,6 mds €)</b>	<b>Islande (PIB : 12,3 mds €)</b>	<b>Irlande (PIB : 153,8 mds €)</b>	<b>Suisse (PIB : 331 mds €)</b>
Lloyds TSB : 443,8 (23 %)	Fortis* : 886,3 (252 %)	Kaupthing : 53,1 (442 %)	Bank of Ireland : 183,4 (119 %)	UBS : 1 426,4 (431 %)
Recapitalisation bancaire : 46,6 mds € Garantie prêts inter-bancaires : 200 mds	Dexia : 604,6 (173 %)	Landsbanki : 31,9 (267 %)	Allied Irish : 177,9 (116 %)	Crédit Suisse : 854,0 (258 %)
	KBC : 355,6 (101 %)	Straumur : 7,1 (58 %)	Anglo Irish : 96,7 (63 %)	

Sources : Financial Times/Banque mondiale, chiffres 2007 révisés 2008

\*avant démantèlement

D'après *Le Monde* du 15 octobre 2008

Les difficultés de coordination au sein de l'Union européenne et de la zone euro touchent à des points sensibles, qui sont au cœur des contradictions de la construction européenne. La gestion de la crise passe par le retour de l'instance politique comme garant en dernière instance de la qualité de la monnaie et du crédit. Mais la zone euro, monétairement intégrée, ne dispose pas d'une telle instance politique (aux Etats-Unis, en dépit des difficultés de tous ordres, la FED et le Trésor agissent de conserve). La BCE manque d'un interlocuteur politique disposant de la légitimité adéquate au niveau européen. C'est un facteur de faiblesse systémique pour l'Europe, qui n'est pas aisé à dépasser. Si l'Allemagne a consenti au passage du deutsche mark à l'euro et à la constitution d'une zone euro large (incluant les pays de l'Europe méditerranéenne), c'est avec des clauses de précaution explicites, en particulier la prohibition du *bail out* en faveur d'un Etat défaillant, qui est une clause du traité de



Maastricht. Cet axiome de la zone euro n'est pas étranger à l'attitude du gouvernement allemand au cours de la crise récente, même si la défaillance de la banque *Hypo Real State* a vite témoigné des limites du dogme face à la réalité transfrontière de la crise actuelle. L'absence de dispositif fédéral européen face à un choc financier de la nature actuelle constitue une hypothèque sur la viabilité à long terme de la zone euro (*a fortiori* si elle est encore destinée à s'élargir).

Le programme français a été bien reçu par les acteurs bancaires et financiers. Il passe par la mise en place de deux structures :

- une société de refinancement (détenue majoritairement par les banques, l'Etat disposant d'une minorité de blocage) qui pourra lever avec la garantie de l'Etat jusqu'à 320 milliards d'euros afin d'allouer, jusqu'à la fin 2009, des refinancements à moyen terme (de 1 à 5 ans).

- une structure de recapitalisation, la Société de Prises de Participation de l'Etat, pouvant mobiliser un montant (révisable) de 40 milliards d'euros afin de renflouer, sous conditions (concernant notamment le management), des institutions financières en manque de fonds propres. C'est, de fait et au moins transitoirement, le retour d'une économie financière administrée.

Sous l'influence des programmes européens, le plan Paulson connaît lui-même une adaptation significative : sur l'enveloppe globale de 700 milliards de dollars, 250 pourront être consacrés à des injections de capital par le Trésor, sous forme d'actions préférentielles, en direction des établissements financiers, vivement sollicités pour adhérer volontairement à ce plan d'ici la mi-novembre. Une première tranche de 125 milliards sera destinée aux principales banques, la seconde sera réservée à la myriade de moyennes et petites banques locales. La carence de la dimension « recapitalisation » dans les moutures successives du plan Paulson avait nourri les critiques de la part de commentateurs avertis (à commencer par la brochette de prix Nobel Phelps, Stiglitz et Krugman). Il reste que le sort réservé aux ménages surendettés reste un point faible majeur du plan Paulson amendé : comment assainir et relancer le marché hypothécaire sans créer les conditions de la resolvabilisation des ménages vulnérables ? L'indifférence envers le sort des premières victimes de la crise ne contribue pas à la crédibilité globale du plan.

### ***Et maintenant ?***

Les programmes désormais définis aux Etats-Unis et en Europe ont passé positivement le premier test des marchés au lendemain de leur adoption : l'effondrement boursier a été provisoirement enrayé, même si le relais désormais pris par les anticipations de récession exclut tout basculement vers une euphorie qui ne serait pas de mise ; de fait, les marchés boursiers se sont de nouveau précipités à la baisse au milieu de la semaine qui a suivi les



réunions du G7 et de l'Eurogroupe. Leur volatilité est exceptionnelle. Signal plus encourageant mais encore fragile, les taux enregistrés sur le marché interbancaire ont commencé à se réduire. Cette réduction est plus nette au jour le jour qu'à trois mois, ce qui témoigne de la persistance de la défiance lorsque l'horizon des opérations s'allonge.

L'efficacité plus fondamentale de ces programmes sera testée dans les mois qui viennent, lorsque la proximité de la clôture des comptes en fin d'année apportera des informations nouvelles sur les dépréciations et les risques qu'affrontent les institutions financières. Le risque systémique n'a pas disparu et la robustesse des dispositifs peut être mise à l'épreuve à cet égard. Comme des pays restés à l'écart du cyclone financier peuvent être affectés par sa trajectoire, notamment au travers de mouvements intempestifs de capitaux, il est souhaitable que les institutions financières internationales soient bien plus parties prenantes de la gestion de la crise qu'elles ne l'ont été jusqu'à présent.

**Une étape nouvelle va en effet s'affirmer** : les effets de retour des enchaînements récessifs en cours sur la santé des agents économiques et des institutions financières elles-mêmes. L'intervention macroéconomique des pouvoirs publics devra aussi parer à cet effet de retour.

## **2. L'impact de la crise financière sur l'activité économique**

La crise s'est amorcée par un retournement cyclique au *timing* assez classique, mais qui a particulièrement affecté des activités dopées par une logique spéculative (en premier lieu, l'immobilier américain) : aux Etats-Unis, ralentissement de la croissance et inflexion du marché immobilier dès la mi-2006, menaces de franche récession à partir de la fin 2007 ; en Europe, ralentissement à partir de l'automne 2007 puis signes précurseurs de récession à partir du printemps 2008 (le retournement des anticipations des entreprises est bien repéré par la note de conjoncture INSEE de juin 2008).

L'interaction avec les développements de la crise financière fait peser la menace d'une transformation de cet *enchaînement récessif déjà acquis* (une succession de plusieurs trimestres de croissance négative) en une *dépression profonde et durable*, aux implications aujourd'hui difficilement prévisibles. Les programmes de sauvegarde des institutions financières sont absolument nécessaires mais ne suffisent pas à éloigner cette menace. Le dégonflement (le *deleveraging*) d'un système financier hypertrophié et opaque est nécessaire, mais comment l'organiser pour parer à la catastrophe économique ? La conduite des restructurations bancaires et financières est une étape obligée, afin d'assurer la reprise des activités des établissements défaits par les institutions supposées plus solides.

### **Les canaux d'action sont multiples :**

➔ **Un *credit crunch* (étranglement du crédit) provoqué par la restriction de l'offre de crédit et son renchérissement** : les banques vont réduire les crédits rapportés aux dépôts dont elles

disposent, réévaluer les risques qu'elles supportent et répercuter la hausse de leurs coûts de refinancement (sauf si de nouvelles baisses significatives des taux directeurs des banques centrales parvenaient enfin à réduire significativement les tensions sur le marché interbancaire). Notons à ce sujet que les *spreads* de crédits appliqués, jusqu'à l'annonce des programmes de sauvegarde, sur le marché interbancaire aux banques jugées les moins fragiles équivalait, toutes choses égales par ailleurs, à un relèvement de 1,2% des taux directeurs de la BCE : la détente de 0,5% de ceux-ci, décidée le 8 octobre, apparaît bien limitée au regard du durcissement par le marché des conditions de crédit. Cette restriction de l'offre de crédit handicapera les projets d'investissement mais aussi les opérations courantes des agents économiques. Ce peut être dramatique pour nombre de PME : le gouvernement français l'a perçu et s'efforce de mettre sur pied des financements de substitution. Ce sera un coup d'arrêt brutal aux activités qui misent sur le crédit aux ménages (affirmation du mouvement dépressif dans l'immobilier, retournement violent dans l'automobile...). Il faudrait que les tensions sur le marché interbancaire se réduisent bien plus qu'elles ne l'ont fait jusqu'à présent pour restaurer l'offre de crédit.

➔ **Le comportement des ménages** : via le retour des suppressions d'emplois et les restrictions salariales, les ménages vont être confrontés à une érosion pour les uns, à une amputation plus brutale pour les autres de leur pouvoir d'achat courant, après que sa progression globale a été stoppée depuis le début de l'année 2008 par le choc inflationniste sur les prix énergétiques et alimentaires. Ils sont aussi confrontés à des effets négatifs de richesse, réels et psychologiques, sur leur patrimoine. La configuration est à cet égard inédite. Elle peut pousser à une épargne de précaution (le retour du bas de laine !) déprimant encore plus la consommation des ménages, surtout sur les biens durables mais pouvant affecter les biens dont la consommation est normalement plus inerte (il faut rappeler qu'un repli forcé de l'endettement des ménages se traduit mécaniquement par une hausse de leur taux d'épargne). Dans la prévision macroéconomique pour la fin d'année récemment publiée par l'INSEE, l'économie française flirte avec la récession, alors même que cette prévision mise sur une modération du taux d'épargne pour soutenir un peu la consommation. On peut douter d'un tel comportement dans les circonstances présentes.

➔ **La capacité des Etats, compte tenu de leurs contraintes propres, à soutenir l'activité économique par l'impulsion publique** : elle ne va pas de soi. Aux Etats-Unis comme en Europe, la crédibilité des pouvoirs publics peut être menacée par le poids des engagements que sont amenés à assumer les Etats. La compatibilité avec le pacte de stabilité européen reste un problème. Dans ces circonstances, on ne peut exclure que des désordres sur les marchés de change compliquent encore la situation. Si le retour de l'euro vers un taux de change plus modéré à l'égard du dollar est nécessaire à la compétitivité européenne, il serait souhaitable

que ce soit le résultat d'une action maîtrisée et concertée plutôt que celui de la carence de crédibilité des acteurs financiers et politiques européens.

Au printemps 2008, le FMI, plutôt absent du front, émet des analyses réalistes depuis l'arrière. Il est parmi les organismes qui ont pris, relativement tôt, la mesure des dépréciations financières et de leur impact macroéconomique. Les nouvelles prévisions qu'il vient de publier en ce mois d'octobre s'alimentent d'une analyse systématique, au cours des trente dernières années et dans dix-sept pays avancés, des épisodes de turbulences financières : en simplifiant, une récession précédée de turbulences financières se traduit par un manque à gagner cumulé de production et une durée de la récession *au moins* deux fois plus importantes que dans le cas d'une récession « normale ». C'est sans surprise lorsqu'on sait la brutalité et l'ampleur que peuvent prendre les phénomènes de *debt deflation* (analysés dans un article de référence de l'économiste Irving Fisher en... 1933), a fortiori lorsque le système financier en est le cœur. La course généralisée à la liquidité étouffe l'activité et empêche ainsi les agents qui se désendettent de parvenir rapidement à redresser leur bilan. Il n'est pas étonnant dans ces conditions que ces prévisions du FMI d'octobre 2008 soient sombres pour les pays avancés (cf. tableau ci-dessous), même si les pays émergents tiennent encore le coup.

Faudra-t-il en venir à attendre que leurs fonds souverains viennent au secours d'un système financier et industriel occidental en déconfiture ?

## Overview of the *World Economic Outlook* Projections

(Percent change, unless otherwise noted)

	Year over Year				Difference from July		Q4 over Q4		
	2006	2007	Projections		2008 WEO Projections		Estimates 2007	Projections	
			2008	2009	2008	2009		2008	2009
<b>World output<sup>1</sup></b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>4.8</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>
Advanced economies	3.0	2.6	1.5	0.5	-0.2	-0.9	2.6	0.7	1.0
United States	2.8	2.0	1.6	0.1	0.3	-0.7	2.3	0.8	0.4
Euro area	2.8	2.6	1.3	0.2	-0.4	-1.0	2.1	0.4	0.6
Germany	3.0	2.5	1.8	--	-0.2	-1.0	1.7	0.7	0.6
France	2.2	2.2	0.8	0.2	-0.8	-1.2	2.2	-0.1	0.8
Italy	1.8	1.5	-0.1	-0.2	-0.6	-0.7	0.1	-0.1	0.2
Spain	3.9	3.7	1.4	-0.2	-0.4	-1.4	3.2	0.1	0.1
Japan	2.4	2.1	0.7	0.5	-0.8	-1.0	1.4	0.2	0.9
United Kingdom	2.8	3.0	1.0	-0.1	-0.8	-1.8	2.9	-0.3	0.7
Canada	3.1	2.7	0.7	1.2	-0.3	-0.7	2.8	0.3	1.7
Other advanced economies	4.5	4.7	3.1	2.5	-0.2	-0.8	5.0	2.0	3.7
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	4.0	3.2	-0.2	-1.1	6.1	2.6	5.4
Emerging and developing economies <sup>2</sup>	7.9	8.0	6.9	6.1	--	-0.6	8.5	6.1	6.5
Africa	6.1	6.3	5.9	6.0	-0.5	-0.4	...	...	...
Sub-Saharan	6.6	6.9	6.1	6.3	-0.5	-0.5	...	...	...
Central and eastern Europe	6.7	5.7	4.5	3.4	-0.1	-1.1	...	...	...
Commonwealth of Independent States	8.2	8.6	7.2	5.7	-0.6	-1.5	...	...	...
Russia	7.4	8.1	7.0	5.5	-0.7	-1.8	9.5	5.9	5.8
Excluding Russia	10.2	9.8	7.6	6.2	-0.2	-0.8	...	...	...
Developing Asia	9.9	10.0	8.4	7.7	--	-0.7	...	...	...
China	11.6	11.9	9.7	9.3	--	-0.5	11.3	9.2	9.4
India	9.8	9.3	7.9	6.9	-0.1	-1.1	8.9	7.2	6.9
ASEAN-5	5.7	6.3	5.5	4.9	-0.1	-1.0	6.6	4.7	5.7
Middle East	5.7	5.9	6.4	5.9	0.2	-0.1	...	...	...
Western Hemisphere	5.5	5.6	4.6	3.2	0.1	-0.4	...	...	...
Brazil	3.8	5.4	5.2	3.5	0.3	-0.5	6.2	3.9	3.7
Mexico	4.9	3.2	2.1	1.8	-0.3	-0.6	4.2	0.9	2.4
<i>Memorandum</i>									
European Union	3.3	3.1	1.7	0.6	-0.4	-1.1	...	...	...
World growth based on market exchange rates	3.9	3.7	2.7	1.9	-0.2	-0.8	...	...	...
<b>World trade volume (goods and services)</b>	<b>9.3</b>	<b>7.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.9</b>	...	...	...
Imports									
Advanced economies	7.5	4.5	1.9	1.1	-1.6	-2.3	...	...	...
Emerging and developing economies	14.7	14.2	11.7	10.5	-0.7	-1.1	...	...	...
Exports									
Advanced economies	8.4	5.9	4.3	2.5	-0.7	-1.8	...	...	...
Emerging and developing economies	11.0	9.5	6.3	7.4	-2.0	-1.7	...	...	...
<b>Commodity prices (U.S. dollars)</b>									
Oil <sup>3</sup>	20.5	10.7	50.8	-6.3	-13.0	-13.6	...	...	...
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	23.2	14.1	13.3	-6.2	-1.3	-1.0	...	...	...
<b>Consumer prices</b>									
Advanced economies	2.4	2.2	3.6	2.0	0.2	-0.3	3.0	3.3	1.7
Emerging and developing economies <sup>2</sup>	5.4	6.4	9.4	7.8	0.3	0.4	6.7	7.9	6.2
<b>London interbank offered rate (percent)<sup>4</sup></b>									
On U.S. dollar deposits	5.3	5.3	3.2	3.1	0.4	-0.5	...	...	...
On euro deposits	3.1	4.3	4.8	4.2	-0.2	-1.1	...	...	...
On Japanese yen deposits	0.4	0.9	1.0	1.2	-0.1	-0.3	...	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during August 18–September 15, 2008.

<sup>1</sup>The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world PPP weights.

<sup>2</sup>The quarterly estimates and projections account for approximately 76 percent of the emerging and developing economies.

<sup>3</sup>Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$71.13 in 2007; the assumed price based on future markets is \$107.25 in 2008 and \$100.50 in 2009.

<sup>4</sup>Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.

Source : FMI, octobre 2008