



**PHILIPPE WAECHTER**

**Directeur de la Recherche Economique**

### L'Essentiel

En Angleterre, aux Etats-Unis et en zone Euro, les gouvernements vont recapitaliser le système bancaire si nécessaire et garantir les dettes bancaires. En menant une telle action, les gouvernements limitent l'incertitude ex ante sur les transactions entre banques. Cela devrait permettre un retour progressif vers un marché fonctionnant de façon plus satisfaisante.

### Le Contexte

Depuis le 15 septembre et la faillite de la banque *Lehman Brothers*, les marchés monétaires américains et européens ont cessé de fonctionner correctement. L'incertitude concernant la possibilité d'une nouvelle faillite a paralysé le marché. Les banques centrales ont dû se substituer aux banques en injectant des sommes colossales.

### L'Enjeu

La résolution progressive de la crise financière grâce à l'intervention des Etats va limiter l'ampleur de la récession économique mais ne permettra pas de l'éviter complètement.

## Crise, solutions et conséquences...

Avec les décisions prises conjointement par l'ensemble des pays industrialisés pour intervenir dans le secteur bancaire et financier, on peut imaginer que les dysfonctionnements observés depuis l'été vont progressivement se résorber. Ce diagnostic encore fragile repose sur l'idée que l'intervention de l'Etat permettra de réduire l'incertitude qui, généralement, paralyse la dynamique des marchés financiers. En garantissant la dette interbancaire, l'Etat réduit cette incertitude de façon significative. La recapitalisation des banques leur permettra de retrouver des marges de manœuvre pour exercer leur métier malgré la configuration de l'économie réelle.

Après ces multiples épisodes et rebondissements, attardons-nous sur quelques points qui nous paraissent importants.

■ **Face à une crise globale, les solutions coopératives sont probablement les plus efficaces.** Les banquiers centraux ont ainsi fortement coordonné leurs actions depuis l'été 2007. Cela s'est tout d'abord traduit par d'importants apports de liquidité de part et d'autre de l'Atlantique, puis par la dernière baisse de taux d'intérêt des banques centrales qui reflétait également cette philosophie.

Du côté des gouvernements en revanche, la mise en place de cette coopération a été plus longue à se dessiner. Leur attitude a été perçue comme une sorte de stratégie du "coup par coup", chacun d'entre eux souhaitant résoudre par lui-même et avec ses propres armes les défis auxquels il avait à faire face. Si ces formes d'interventions ont été mises en

œuvre dans un premier temps en Europe afin de sauver les banques en difficulté, elles n'ont pas réussi à réduire l'incertitude. L'Etat n'intervenait que lorsque le risque était révélé ; une intervention étatique que les investisseurs jugeaient trop tardive. Cela explique les réactions plutôt négatives qui ont émergé face à cette stratégie : ignorant le degré réel de solidité des banques, personne ne souhaitait en effet prendre en charge un risque difficilement quantifiable. La stratégie de garantie de la dette interbancaire, mise en œuvre depuis peu, réduit davantage l'incertitude car elle le fait dès le départ (ex ante), de telle sorte que le risque ne se « réalise » pas. Et cet effet sur la réduction du risque est d'autant plus fort que tous les gouvernements appliquent la même orientation.

■ **La réduction de l'incertitude et des dysfonctionnements du marché monétaire limitera l'effet de propagation de la crise financière vers l'économie réelle.** C'était un point d'inquiétude, d'autant que la crise financière était doublée d'un net ralentissement de la croissance économique. Comme les banques limitaient encore davantage la distribution de crédit, la probabilité de voir le ralentissement de l'économie s'accroître en raison de la crise financière s'était récemment accrue.

La résolution de la crise financière qui semble se profiler aujourd'hui, permettrait de limiter l'ampleur de la récession qui touche actuellement les pays industrialisés. Mais les causes de la récession n'étant pas uniquement financières, le mouvement de récession demeure et va continuer de miner les économies occidentales.

■ **Une réponse pertinente a finalement été apportée à l'échelle européenne pour la zone Euro.** A l'issue de la réunion du 4 octobre à l'Élysée, les divergences de vues étaient préjudiciables. La réponse manquait de cohérence car chacune des quatre délégations souhaitait adopter sa propre solution. Prenant la suite d'impulsions venues d'Angleterre et des Etats-Unis, les européens de la zone Euro ont finalement accepté une solution plus homogène, sur le modèle d'intervention choisi dans les pays anglo-saxons. Cette nouvelle action, globale cette fois, concerne simultanément la possibilité d'une recapitalisation bancaire et la garantie des dettes bancaires par les différents Etats européens (chacun intervenant en fonction de ses propres contraintes institutionnelles).

■ **Ces choix récents vont être très coûteux, mais il y avait nécessité à sauver le système bancaire.** Les montants alloués par les différents Etats dans le cadre des plans de sauvetage proviendront d'importantes émissions de dette publique. Aux Etats-Unis, en Allemagne et en France, le ratio dette publique sur PIB est compris entre 65 et 70 %, ce qui n'est pas encore excessif. En Angleterre, ce ratio est plus réduit. Le financement par émission de dette publique doit refléter un arbitrage dans le temps : la dette permet en effet de financer dès à présent une action et de la payer plus tard seulement. C'est clairement ce qui doit être fait actuellement : face à un choc négatif qui pénalise fortement et durablement l'économie, la stratégie visant à s'endetter permet de répartir le coût du sauvetage dans le temps. C'est cette stratégie qui avait été adoptée aux

Etats-Unis lors de la crise des années 30 mais aussi lors des guerres majeures du XX<sup>e</sup> siècle.

Le ratio dette publique sur PIB va donc augmenter rapidement dans les prochains mois. Il se réduira progressivement ensuite, lorsque la situation aura retrouvé davantage de normalité. La réduction de ce ratio passera d'abord par une reprise de la croissance, mais pourra aussi passer par une augmentation de la fiscalité et/ou par une hausse de l'inflation afin de réduire la valeur réelle de la dette.

## Conclusion

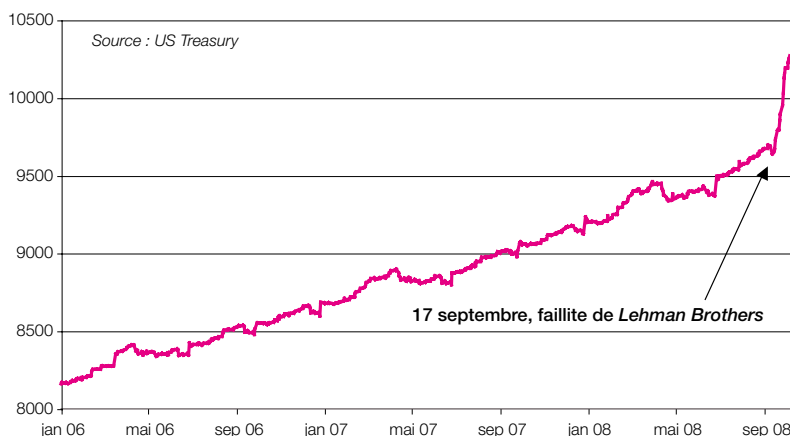
L'asymétrie provoquée par la crise financière est intéressante pour essayer d'imaginer la configuration de l'économie mondiale de demain.

Pour résoudre cette crise, les pays industrialisés vont mobiliser des capitaux considérables et probablement modifier leurs comportements. On anticipe un modèle de ménage américain épargnant davantage à la fois par prudence, mais aussi par incapacité à s'endetter davantage.

Du côté des émergents en revanche, certains pays qui souffrent de l'inflexion conjoncturelle actuelle ne vont finalement pas avoir à supporter le coût excessif de la crise financière. Une situation qui pourrait se traduire, à leur niveau, par des capacités plus grandes à orienter la croissance globale dans un avenir plus ou moins proche. Cette crise est donc susceptible de modifier l'équilibre global et ceci en est une illustration.

Rédigé le 13/10/2008

Retrouvez Philippe Waechter chaque vendredi dans l'émission-débat **Libres échanges éco**



## La dette publique américaine

En milliards de dollars du 3 janvier 2006 au 9 octobre 2008

Lecture : Depuis la faillite de *Lehman Brothers*, la stratégie du Trésor américain a changé. Il finance le système bancaire par émission de dette publique. La rupture sur le graphique est flagrante.