

Quelles politiques mener dans la crise actuelle ?

1. *Le problème*

On peut présenter le problème ainsi. Les banques ne peuvent plus emprunter sur le marché monétaire qu'à des taux exorbitants et à des échéances très brèves, parce que les prêteurs¹ craignent que ces banques soient dans une situation plus difficile qu'elles ne prétendent et soient incapables de rembourser leurs emprunts à échéance (la faillite de *Lehman Brothers* a eu un effet désastreux à cet égard). Comme les banques ne peuvent plus emprunter sur le marché monétaire, elles ont peur de manquer de liquidités. En conséquence elles thésaurisent de la monnaie banque centrale et détiennent plus de réserves que le minimum obligatoire. Aussi elles n'achètent plus le papier commercial émis par les entreprises pour financer leurs trésoreries et opérations courantes. Cela a des conséquences graves pour les entreprises qui ne peuvent plus fonctionner normalement, et contribue à la baisse des cours boursiers. Cette baisse crée à son tour des difficultés pour les compagnies d'assurance qui détiennent des portefeuilles importants de titres. Les banques ne financent même plus les collectivités locales. Elles préfèrent garder leurs liquidités sous forme de réserves dans leurs banques centrales (ces réserves ont beaucoup augmenté).

2. *Aider les banques*

Dans pratiquement chaque pays le système bancaire est confronté à trois problèmes reliés entre eux, nécessitant chacun des solutions spécifiques.

1. Les banques ayant perdu beaucoup d'argent ont besoin de reconstituer leurs fonds propres. Une solution pour résoudre ce problème est que l'Etat recapitalise les banques en prenant des participations dans celles-ci. Les Britanniques ont été les premiers à faire cela. Le Trésor américain a pour sa part nationalisé *Fanny Mae* et *Freddie Mac*, deux géants spécialisés dans les crédits hypothécaires, qui s'étaient beaucoup engagés sur le *subprime market*, et la plus grande compagnie d'assurance du monde *AIG*. Une solution différente est que l'Etat rachète à un prix avantageux des créances douteuses des banques, en espérant que quand les choses seront calmées, la valeur de

¹ Qui peuvent être d'autres banques.

ces créances augmentera et le contribuable n'aura pas à supporter une perte trop importante. C'est le Plan Paulson (le *Troubled Asset Relief Programme* ou TARP) adopté aux Etats-Unis².

La mise en œuvre de cette politique semble nécessiter la création d'une institution spécialisée. Comme les créances douteuses résultent de titrisations de crédits bancaires, par exemple hypothécaire, cette institution spécialisée peut racheter les créances avec pour but d'imposer un prix plancher. Une alternative serait de racheter les crédits et hypothèques qui les sous-tendent, et ainsi de réduire les charges de la dette des emprunteurs originaux (par exemple les ménages ayant acheté un appartement). L'histoire démontre que ce type d'institution spécialisée peut faire des erreurs, mais surtout sont soumises à des pressions politiques qui les conduisent à prendre des décisions coûteuses et peu efficaces.

Le récent sauvetage de *Citigroup* a consisté à une injection de fonds propres de 40 milliards de dollars et à une garantie sur 306 milliards de dollars de dette illiquide (pour un bilan de 2,000 milliards de dollars) : toute perte au-delà de 29 milliards de dollars sera à la charge de l'Etat.

2. Comme les banques ne peuvent plus se financer par des émissions de titres à long terme, parce que les investisseurs ne leur font pas confiance, elles ont des difficultés à financer leurs actifs qui ne sont pas couverts par leurs dépôts. Pour répondre à ce problème l'Etat britannique a offert de cautionner les nouvelles dettes des banques qui se substituent progressivement aux dettes qui viennent à échéance. Autrement, les banques risquent de disposer de moins en moins de ressources au cours du temps.
3. Comme les banques n'ont plus accès au marché monétaire, elles ne peuvent plus se procurer les liquidités nécessaires pour leurs opérations courantes. La principale fonction des banques centrales est de prêter aux banques commerciales, en prenant en garantie des titres très sûrs (par exemple de l'Etat), à des taux d'intérêt qui sont bas. Les banques commerciales se prêtent entre elles, de façon plus souple, à des taux d'intérêt plus élevés mais pas beaucoup plus élevés en temps normal. Ces taux servent ensuite de référence pour les crédits aux entreprises (par exemple ceux finançant des

² Les 700 milliards de dollars du plan Paulson devaient initialement être utilisés pour acheter des créances douteuses des banques. Ultérieurement, Mr. Paulson proposa d'utiliser une partie de cet argent pour recapitaliser les banques en difficulté.

opérations commerciales standard) et parfois aux ménages (dans le cas de prêts immobiliers à taux variables). Une hausse des taux variables sur les prêts hypothécaires rend la probabilité de défaut sur ces prêts plus élevée, ce qui accroît la détresse financière.

L'écart (*spread*) entre le taux de la Banque Centrale et le taux du marché inter-bancaire est devenu maintenant extrêmement élevé, disons pour donner un ordre de grandeur qu'il est passé de 1/5 de points de pourcentage à plus de 3 points de pourcentage. D'autre part il est devenu impossible pour les banques de pouvoir emprunter autrement qu'à des échéances très courtes (une nuit).

Pour remédier à ce problème les banques centrales ont baissé leurs taux d'intérêt et mis des disponibilités très importantes à la disposition des banques commerciales, en étant moins regardantes sur les titres que celles-ci donnaient en garantie. Le taux fixé par la *Fed* n'est plus que de 1% et le taux effectif est très proche de zéro. Une baisse du taux d'intérêt auquel les banques centrales prêtent aux banques commerciales a cependant peu de chance d'encourager celles-ci à augmenter leurs crédits et à en diminuer les conditions. En fait les réserves excédentaires des banques commerciales sont en forte progression, et elles préfèrent thésauriser que développer leurs crédits. En terme technique le multiplicateur monétaire a beaucoup baissé ou les banques sont tombées dans le *liquidity trap* de Keynes.

L'Etat pourrait prendre d'autres mesures en faveur des banques. Il pourrait par exemple alléger les contraintes prudentielles sur les établissements en difficulté. L'histoire montre que ce type d'intervention donne souvent des résultats décevants.

3. Aider les entreprises et les ménages

La crise de liquidité touche aussi le secteur réel, et nous avons commenté les problèmes de trésorerie que rencontrent actuellement les entreprises. Pour corriger ce problème la *Fed* a annoncé qu'elle achètera directement du papier commercial à court terme émis par les entreprises, ce qui à ma connaissance ne s'était jamais produit. Ses achats se montaient déjà à 300 milliards de dollars le 26 novembre. Elle a aussi décidé de dépenser 500 milliards de dollars pour acheter des titres basés sur des crédits hypothécaires (MBSS) et 100 milliards de dollars de dette de *Freddie* et *Fanny*, afin de réduire le taux des crédits hypothécaires des ménages. Elle dépensera aussi 200 milliards de dollars pour acheter des titres basés sur les

crédits par carte, les prêts pour acheter une voiture, aux étudiants et aux petites entreprises. La *Fed* finance ces interventions par l'émission de monnaie banque centrale. Comme le multiplicateur monétaire a beaucoup baissé, cela ne conduira pas à une émission excessive de monnaie et à de l'inflation. Quand la crise sera terminée et que le multiplicateur monétaire aura repris une valeur normale, il faudra bien sûr stériliser la monnaie banque centrale créée durant la crise, par exemple en augmentant les coefficients de réserves obligatoires.

Les banques centrales peuvent prêter directement aux emprunteurs finaux. Mais cela ne peut être qu'un expédient de court terme car elles ne sont pas outillées pour faire cela.

La pénurie de crédit commercial de court terme rend le commerce international très difficile, ce qui est très coûteux pour les économies émergentes et en transition. Dans la période actuelle les gouvernements et les banques des pays d'Amérique du Sud et de l'Asie n'ont pas en général un besoin important des crédits internationaux. Leurs exportateurs en ont en revanche un grand besoin et le manque de crédits commerciaux a un effet très déterminant sur les exportations. Comme on peut penser que les banques centrales des pays industrialisés n'achèteront pas de papier commercial d'un pays émergent, et que le gouvernement et la banque centrale de ce pays peut manquer des ressources leur permettant d'intervenir, le FMI retrouve un rôle. La période de forte croissance économique, notamment des pays émergents, de ces 20 dernières années, avait conduit à un tarissement de recours aux FMI. Cette inactivité avait réduit les ressources du Fonds, mais aussi avait encouragé un mouvement politique considérant que le Fonds n'avait plus d'utilité, les marchés fonctionnaient très bien sans lui. Des années d'expansion avaient développé l'arrogance de croire que les crises n'existaient plus et que le monde n'avait plus besoin d'un prêteur de dernier recours. Après avoir quelque peu pataugé, le FMI s'est engagé dans sa nouvelle responsabilité en créant une facilité (crédit) de 3 mois, sans condition pour les pays bien gérés et ayant une dette extérieure raisonnable. L'un des problèmes des conditions imposées par le FMI est d'introduire un délai dans ses interventions, ce qui est catastrophique en période de crises où il faut agir vite. Les facilités traditionnelles ont été accordées avec des conditions allégées et ont bénéficié notamment à la Hongrie et à l'Ukraine. Le problème de ces deux pays n'est pas simplement le financement de crédits commerciaux, mais l'importance de leur dette externe, qui est souvent à court terme. Il convient d'ajouter que la *Fed* a parallèlement ouvert une ligne de crédit importante aux banques centrales du Brésil, Mexique, Corée du Sud et Singapour. Le FMI fait pression sur

les gouvernements des pays européens riches pour qu'ils l'épaulent dans son soutien de la Hongrie.

4. Faut-il des politiques de relance budgétaire ?

Comme la solvabilité des Etats reste entière, les taux d'intérêt sur sa dette baissent. Les Etats peuvent alors tenter une relance budgétaire financée par émission de dette. Comme beaucoup de pays industrialisés, notamment les Etats-Unis et la France, ont au cours de la longue période d'expansion qui s'achève, laissé le déficit public et la dette publique augmenter notablement, ce choix peut être difficile à faire. Un autre danger de cette politique est que la forte émission de titres de dettes publiques ait un effet d'éviction sur les titres privés, à un moment où les entreprises rencontrent des difficultés considérables à obtenir des financements, même de leurs activités courantes. Une alternative est que la relance budgétaire soit financée par émission de monnaie banque centrale, ce qui ne devrait pas être inflationniste puisque le multiplicateur du crédit a baissé. Un peu d'inflation serait d'ailleurs bénéfique pour les débiteurs qui ont des difficultés à financer leurs dettes. Il est douteux que la BCE accepte de jouer ce rôle.

La relance budgétaire sera d'abord le résultat des stabilisateurs automatiques. Ceux-ci sont plus puissants en Europe qu'aux Etats-Unis à cause de l'importance de l'Etat providence en Europe. Il existe un grand nombre d'études, fondées sur des méthodes de statistique descriptive appliquées aux expériences d'un grand nombre de pays sur les 50 dernières années, tentant d'évaluer l'efficacité des politiques budgétaires, et par exemple l'une d'entre elle constitue un chapitre du dernier *World Economic Outlook*. Ces études concluent que les stabilisateurs automatiques jouent en phase et stabilisent bien l'économie. Cependant, comme le multiplicateur keynésien est faible (de l'ordre de 0.3) et retourne assez rapidement à zéro, cet effet stabilisateur est d'une efficacité limitée. Ces études sont beaucoup plus réservées sur l'opportunité des politiques budgétaires activistes : leur mise en œuvre est longue et elles risquent donc d'opérer à contretemps, il est politiquement difficile de revenir ultérieurement sur les mesures qui ont été prises, les mesures décidées sont très sensibles aux pressions des groupes politiques et sociaux et ne sont donc pas optimales, etc.

Il est trop tôt pour évaluer les propositions de relance budgétaires faites aux Etats-Unis et en Europe. Il peut y avoir un grand écart entre les déclarations de politiciens et ce qui est effectivement mis en œuvre.

5. Aspects internationaux et conclusion

Les événements actuels montrent les faiblesses des changes fixes. Les pays baltes ont leur monnaie fixée par rapport à l'euro. Ces pays ont des gros déficits de leurs balances des paiements financées par des entrées de capitaux. Si ces entrées de capitaux s'arrêtent, les réserves de change baisseront, avec elles la masse monétaire, et ces pays souffriront d'une grosse récession.

On peut conclure par deux remarques. D'abord la crise est internationale et demande une coordination internationale des gouvernements et banques centrales. Les gouvernements européens n'ont pas été très brillants à cet égard jusqu'à maintenant. Ensuite, la crise coûtera cher en argent public (j'ai vu des évaluations de l'ordre de 16% du PIB). Les sommes engagées par les gouvernements et les banques centrales semblent considérables. Elles auront cependant besoin de consacrer beaucoup plus de fonds dans le futur proche pour résoudre la crise.