

## L'impact macroéconomique des crises bancaires

*Les banques sont au cœur du financement des économies et lorsque leur situation financière ne leur permet plus d'assurer cette mission, la croissance est compromise. C'est la raison pour laquelle, dans tous les pays, des plans de soutien au secteur bancaire ont été mis en place. Ces plans engagent les finances publiques mais le ralentissement de la croissance qui accompagnerait une paralysie du crédit serait potentiellement beaucoup plus coûteux.*

*Le déficit de croissance dû à la crise bancaire résulte de plusieurs facteurs parfois concomitants : l'éclatement d'une bulle boursière ou immobilière met les banques en difficulté mais réduit simultanément la richesse des autres agents économiques et pèse sur la consommation privée. C'est pourquoi il est difficile d'isoler exactement l'effet des crises bancaires. Dans le passé, et si on prend en compte l'ensemble des pays (y compris émergents) les crises ont duré, en moyenne, entre trois et quatre ans, ont entraîné une charge, pour les finances publiques, de 13 % du PIB et un déficit cumulé de croissance, sur la même période, de près de 20 %.*

*Ces ordres de grandeur proviennent d'études sur les crises passées. Ils ne permettent nullement de prévoir l'avenir. Dans tous les pays, on a tiré les leçons des erreurs de politique économique qui, dans le passé, ont considérablement aggravé l'impact des crises bancaires. On sait aujourd'hui qu'il faut agir rapidement, et dans cet ordre, pour (1) recapitaliser le système bancaire, (2) rétablir des conditions monétaires et financières favorables au financement de l'économie et (3) soutenir temporairement l'activité par des mesures budgétaires appropriées. C'est dans cette direction que s'engagent actuellement tous les pays, industrialisés et émergents, ce qui devrait permettre de stabiliser les économies et limiter le coût et l'impact de la crise.*

1

### **Un système bancaire en bonne santé est nécessaire au développement économique**

Le développement économique passe par la réalisation d'investissements productifs et la couverture d'un besoin en fonds de roulement lié à la constitution de stocks et à la longueur du processus de production. Le financement des activités productives *via* les crédits aux entreprises, ou de la consommation *via* les crédits aux ménages, est donc crucial. Il peut s'effectuer par deux canaux : soit au travers des marchés financiers par émission et acquisition de titres, soit par l'intermédiation bancaire.

Dans les économies modernes, ces deux canaux sont complémentaires. Mais le rôle des banques est clairement central.

✓ Les banques ont un rôle de transformation. Les épargnants, et tout spécialement les ménages, souhaitent détenir une épargne liquide, souvent de la monnaie, car celle-ci est utilisable aisément et sans risque comme moyen de paiement, tandis que les investisseurs ont besoin, au contraire, de financements à long terme. Les banques détiennent les dépôts monétaires des ménages et des entreprises et sont donc particulièrement bien placées pour effectuer cette transformation.

✓ Les banques sont équipées pour juger de la qualité des projets des emprunteurs ; il y a très généralement une « asymétrie d'information » entre un prêteur potentiel et un emprunteur potentiel car, en principe, ce dernier connaît mieux que le prêteur sa situation et les risques qu'il court ; ce n'est qu'en limitant au maximum cette asymétrie qu'on arrive à convaincre des agents économiques de prêter à un taux raisonnable à ceux qui ont effectivement un projet pertinent. Lorsque ces asymétries sont trop élevées on court le risque soit de ne pas avoir de financement (dans le doute on s'abstient), soit, dans des moments d'exubérance, de financer des projets non créateurs de richesse. Or, ce sont les banques qui, en raison de leurs relations de proximité et de long terme avec les demandeurs de financement, sont le mieux à même de réduire ces asymétries d'information.

Certes les grandes entreprises, régulièrement suivies par les agences de notation, peuvent faire l'économie de l'intermédiation bancaire mais on connaît les limites de l'extension de ce financement direct sur les marchés à des financements de PME ou de ménages *via* le regroupement des crédits en *pools* ; il n'y a alors pas d'incitation suffisante à assurer la bonne qualité des financements.

Un système bancaire en crise ne peut assumer correctement son activité d'intermédiation ; il y a arrêt des financements nouveaux, ce qu'on appelle un "*credit crunch*". Deux mécanismes peuvent jouer :

✓ L'insuffisance de fonds propres des banques. Les règles prudentielles proportionnent les risques que peuvent prendre les banques à leurs fonds propres. En période de retournement économique et financier, des pertes peuvent apparaître qui réduisent le capital des banques ; cet effet peut être amplifié par des règles comptables qui imposent, pour certains actifs, des valorisations instantanées en prix de marché. Parallèlement, les risques, souvent mesurés par référence à des notations d'agences régulièrement abaissées en période de crise, augmentent et requièrent plus de fonds propres.

✓ L'insuffisance de liquidité. Lorsque les marchés ne fonctionnent plus et que les banques n'ont plus l'assurance de pouvoir se financer, elles cessent de distribuer du crédit.

Ces deux « canaux » sont susceptibles de se combiner et de se renforcer, notamment en cas d'accumulation de crédits douteux dans certains établissements qui met en question leur solvabilité ; des faillites bancaires sont alors envisageables avec les effets de dominos associés. Tout le système se bloque, le financement de l'économie ne s'effectue plus.

## ■ Le coût des crises bancaires

Toutes les crises bancaires sont différentes même si elles partagent un certain nombre de caractéristiques communes. Très généralement elles font suite à une période de forte expansion du crédit et de forte hausse de la valeur des actifs boursiers et/ou immobiliers dans un mécanisme largement auto-entretenu puisque l'augmentation de la valeur des actifs qui sont susceptibles d'être utilisés pour garantir les prêts justifie de nouveaux prêts, même si la justification économique intrinsèque de ces derniers n'est pas avérée. Tout choc externe qui remet en cause la valeur de ces actifs met en évidence la mauvaise qualité des prêts et la crise éclate. Les pertes réduisent les fonds propres des banques, les banques les plus engagées deviennent insolubles et tant que des doutes subsistent sur l'ampleur et la répartition des pertes, les marchés deviennent totalement illiquides.

Le calcul du coût économique d'une crise est difficile. Idéalement, il faudrait pouvoir comparer la croissance effective avec ce qu'elle aurait été en l'absence de crise bancaire. On doit donc faire des estimations conventionnelles qui donnent des ordres de grandeur.

Le tableau suivant, qui ne concerne que les pays développés est extrait d'un document de travail du FMI analysant notamment les incidences sur la croissance des crises bancaires intervenues dans le monde de 1970 à 2007 <sup>1</sup>.

Pays de l'OCDE	Date de la crise bancaire d'ampleur systémique (début)	Part maximale des créances douteuses (% du total des crédits)	Coût budgétaire brut (% du PIB)	Perte de croissance (% du PIB)	Taux de croissance minimal du PIB au cours de la crise (%)
Espagne	1977		5,6		0,2
Norvège	1991	16,4	2,7		2,8
Finlande	1991	13	12,8	59,1	- 6,2
Suède	1991	13	3,6	30,6	- 1,2
Japon	1997	35	14	17,6	- 2,0
États-Unis (crise des <i>savings &amp; loans</i> )	1988	4,1	3,7	4,1	- 0,2

Source : Laeven et Valencia (2008)

L'ampleur variable des crises traduit des circonstances particulières à son apparition mais elle résulte aussi des réponses apportées par les autorités publiques tant en termes de gestion de la crise bancaire que de politique macroéconomique. **Le cas du Japon** au cours des années quatre-vingt-dix est, à cet égard, exemplaire. Il nous rappelle qu'une crise peut être longue et coûteuse malgré un effort intense de relance budgétaire et une baisse drastique des taux d'intérêt. *A contrario* il indique les bonnes réponses de politique économique.

De 1992 à 2002, la croissance au Japon a été inférieure à 1 % par an alors qu'elle avait atteint 3,8 % de 1982 à 1992 et qu'elle est remontée à 2,1 % de 2002 à 2007. Or, le début de cette « décennie perdue » n'est pas sans similarité avec la situation présente :

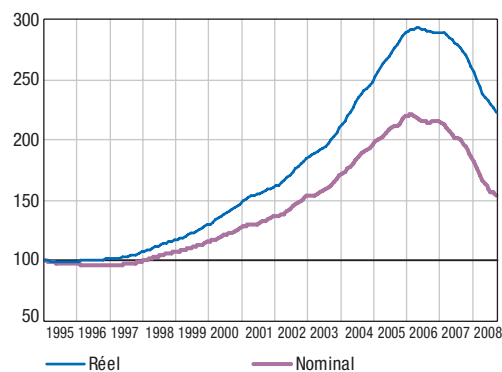
- ✓ forte hausse de la bourse : de 1985 à 1989, la capitalisation boursière de Tokyo passe de 60 % à 150 % du PIB, soit 40 % de plus que la capitalisation boursière américaine ;
- ✓ forte hausse de l'immobilier : de 1988 à 1991, les prix augmentent de 70 % au Japon ;
- ✓ ces hausses étant nourries par un crédit bancaire très dynamique qui passe de 90 % du PIB en 1986 à 105 % en 1989-1990.

3

## Graphique 1 – Évolution des prix de l'immobilier

### Aux États-Unis

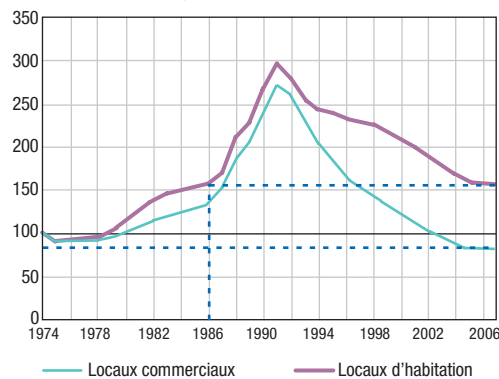
(Indice SP-CS Composite 10, base 100 = janvier 1995)



Sources : S&P/Case-Shiller, Banque de France

### Au Japon

(Index 1974 = 100)

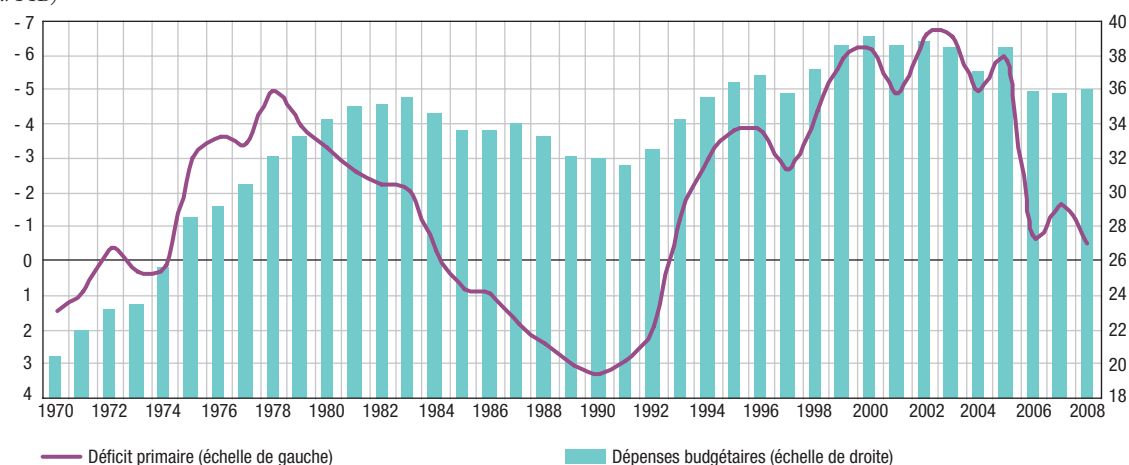


Source : MLIT

<sup>1</sup> Cf. Laeven et Valencia : "Systemic banking crises: a new database", *Fonds monétaire international*, Working Paper, n° 08/224

## Graphique 2 Politique budgétaire du Japon

(en % du PIB)



Sources : OCDE, Banque de France

Les pouvoirs publics japonais ne sont pourtant pas restés inactifs.

✓ De 1992 à 1999, neuf plans de relance budgétaires auront été mis en œuvre sans autre effet notable que de détériorer très sensiblement les comptes publics ce qui précipitera une nouvelle récession en 1998 lorsque l'État cherchera à rétablir ses comptes par une hausse de la fiscalité.

✓ De juin 1991 à juin 1996, le taux directeur de la banque du Japon aura été ramené progressivement de 6 % à 1 % puis à 0 % en mars 1999, sans autre effet apparent que d'accompagner une situation de déflation et de nourrir une « trappe à liquidité ».

4

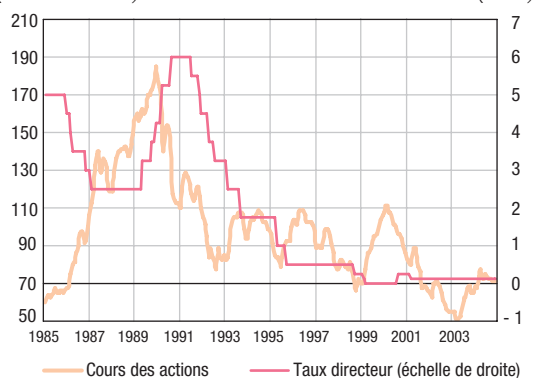
Ces résultats décevants résultent de politiques publiques inappropriées.

✓ La politique monétaire de la Banque du Japon aurait été ainsi en grande partie responsable de cette crise économique<sup>2</sup> : politique d'abord trop permissive qui a encouragé des investissements souvent peu judicieux, nourri les tensions inflationnistes et facilité la naissance des bulles immobilière et boursière ; elle a été suivie d'un resserrement trop brutal qui a provoqué l'éclatement des bulles, déprimé l'économie de façon structurelle puis généré la déflation car la baisse des taux est intervenue ensuite trop tardivement.

## Graphique 3 Baisse tardive du taux directeur au Japon

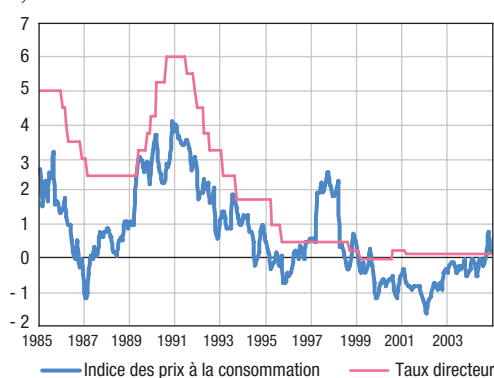
(Indice TOPIX)

(en %)



## La BOJ accompagne la baisse de l'inflation

(en %)



2 Cf. Bernanke (B.) (2000) : "Japanese monetary policy: a case of self-induced paralysis"

- En baissant son taux directeur à 2,50 % début 1987, la Banque du Japon n'aurait fait que prendre en compte les effets du contre-choc pétrolier sur l'inflation globale alors que l'inflation sous-jacente se renforçait.
  - Elle aurait mené alors une politique trop permissive et lorsqu'elle a commencé à remonter son taux au second trimestre 1989 elle l'a fait trop tard et trop brutalement (jusqu'à 6 % à l'été 1990).
  - Elle a attendu ensuite juillet 1991 pour commencer à baisser son taux, alors que la bulle boursière avait éclaté depuis longtemps et que l'inflation est déjà en forte baisse. Par la suite, elle n'aura fait qu'accompagner la baisse de l'inflation jusqu'à un taux nul, c'est-à-dire jusqu'à la constitution d'une trappe à liquidité qu'elle n'aura rien fait pour prévenir.
- ✓ Les relances budgétaires auraient, pour leur part, été prématurées et mal ciblées<sup>3</sup>. Ces plans ont d'abord été critiqués comme étant mal ciblés : trop d'aides au BTP (environ 50 % des sommes dépensées) qui se sont traduites par la multiplication d'infrastructures publiques largement inutiles ; ces relances ont également été jugées prématurées : le système financier était trop affaibli par l'éclatement des deux bulles boursière et immobilière pour relayer de façon efficace l'injection budgétaire.
- ✓ Car c'est en fait l'assainissement trop tardif d'un système bancaire inefficace avec des actifs de mauvaises qualités qui serait le principal responsable de la longueur de la crise ; ce n'est en effet qu'en 1998-1999 que des plans de sauvetage massifs du système bancaire seront mis en œuvre alors que dès 1992 la situation du système bancaire était dégradée.
- La cause principale de l'ampleur de la crise au Japon n'aurait en fait pas été un manque de financement puisque les investissements des entreprises se sont maintenus à haut niveau au cours de toute cette période, mais la combinaison d'une forte baisse de la productivité globale des facteurs et de la baisse inopportune de la durée du travail (passée de 44 à 40 heures par semaine)<sup>4</sup>.
  - Cette forte dégradation de la productivité globale des facteurs aurait été liée à une mauvaise allocation des financements et notamment des financements bancaires qui, après avoir financé les bulles boursière et immobilière, ont maintenu en vie des entreprises non solvables et non performantes<sup>5</sup>.
  - Une telle dégradation des bilans bancaires n'aurait pu intervenir qu'en raison d'une supervision défaillante, voire en raison de l'absence d'une comptabilisation au prix de marché qui aurait permis de révéler rapidement l'ampleur des pertes (alors que la crise bancaire n'a éclaté au grand jour qu'en 1997-1998) et donc *in fine* de rétablir plus tôt la confiance et de limiter la perte finale<sup>6</sup>.

**L'expérience des précédentes crises bancaires indique donc que la nature, la rapidité et l'ordre dans lequel les pouvoirs publics prennent leurs mesures déterminent très largement l'ampleur et le coût de la crise.** La restauration d'un système bancaire en bonne santé, c'est-à-dire avec des fonds propres importants et une rentabilité suffisante est un préalable à toute relance efficace de l'activité par les mesures de politique macroéconomique habituelles comme les divers types de relance budgétaire ou la baisse des taux d'intérêt.

3 Cf. Makin (2008) : "Japan's lost decade: lessons for the United States in 2008"

4 Cf. Hayashi et Prescott (2002) : "The 90s in Japan: a lost decade"

5 C'est la thèse établie par Caballero et alii (2006) : "Zombie lending and depressed restructuring in Japan"

6 Cf. Kobayashi (2008) : "Financial crisis management: lessons from Japan's failure" VOX

## ■ Les pouvoirs publics ont tiré les enseignements de crises passées et ont pris les mesures qui devraient permettre un redémarrage économique avant la fin 2009

On sait aujourd'hui que face à une crise à forte composante bancaire il faut agir rapidement, et dans cet ordre, pour (1) recapitaliser le système bancaire, (2) rétablir des conditions monétaires et financières favorables au financement de l'économie, et (3) soutenir temporairement l'activité par des mesures budgétaires appropriées. C'est précisément ce qui est fait.

La dégradation de la situation des systèmes financiers est apparue rapidement et leur traitement a constitué la priorité des pouvoirs publics : rachats de créances dépréciées, renforcement des fonds propres, restructuration et consolidation du système bancaire ont été rapidement mis en oeuvre. Plus spécifiquement la réponse des autorités européennes à la crise a été fondée sur deux engagements clairs :

- donner l'assurance qu'aucune institution financière ne fera faillite et donc que déposants et épargnants étaient totalement protégés ;
- assurer un financement normal de l'économie, tout particulièrement des PME et des ménages.

En pratique, il y a deux types d'actions. Le premier vise à renforcer les fonds propres des institutions pour assurer leur solvabilité. Cela passe par la souscription par les pouvoirs publics de titres émis par les banques, voire par la prise de contrôle des établissements en difficulté. En France, une entité publique (la Société de prise de participation de l'État – SPPE) a été dotée de 40 milliards d'euros pour souscrire à des émissions par les banques françaises de titres subordonnés ou d'actions à dividende prioritaire. Les banques sont ainsi à même de poursuivre le développement de leurs activités de crédit même si elles ne peuvent renforcer leurs fonds propres par des émissions sur des marchés profondément perturbés. **Au total, les systèmes bancaires ont partout été recapitalisés à des niveaux équivalents ou supérieurs à ceux qui prévalaient avant la crise.**

6

Le second type d'action consiste à assurer le bon financement des banques afin qu'elles puissent continuer d'assurer le financement de l'économie à court et à long termes.

✓ Les banques centrales ont régulièrement ajusté leurs cadres opérationnels afin d'accorder aux systèmes bancaires toute la liquidité dont ils ont besoin :

- la maturité des financements a été allongée pour aider à débloquer le marché monétaire au-delà du compartiment du très court terme. L'Eurosystème a ainsi considérablement renforcé les quantités apportées à 3 mois et introduit du refinancement à 6 mois ;
- la gamme des contreparties éligibles a été élargie pour permettre une diffusion maximale de la liquidité dans le système ;
- le périmètre du collatéral admissible au refinancement a été étendu pour permettre un accès plus souple et pour des quantités plus importantes ; dans l'Eurosystème, le potentiel de refinancement des contreparties a ainsi été presque doublé ;
- les modalités de refinancement ont également été radicalement modifiées : les quantités ne sont plus limitées et sont accordées à taux fixe (au lieu d'un système à taux variable *via* des adjudications) ;
- la coordination internationale a été intense afin d'assurer que les actions prises par chacune des banques centrales s'inscrivaient dans une stratégie d'ensemble cohérente tout en tenant compte des spécificités propres à chaque pays. Cette coordination a permis la mise en place très rapidement des outils pour fournir aux systèmes bancaires de la liquidité en devises.



✓ De leur côté, les gouvernements ont accordé leur garantie aux banques de manière à ce qu'elles puissent obtenir plus facilement des financements à long terme. En France, un fonds a été institué (la Société de financement de l'économie française – SFEF) qui émet avec la garantie de l'État des titres de dette allant jusqu'à 5 ans et les reprête aux établissements de crédit ; le plafond des opérations a été fixé à 320 milliards d'euros.

**Au total, toutes les banques européennes disposent désormais d'un accès illimité, et à taux fixe, à la liquidité à court terme en euros comme en dollars ; elles disposent également d'un accès facilité aux financements de moyen et long termes.**

**Ces dispositifs se conjuguent avec des baisses rapides et très importantes des taux directeurs des banques centrales pour aboutir à une réduction très substantielle des coûts de financement.** Les banques centrales ont, en effet, partout dans le monde, relâché leur politique monétaire sans attendre la déflation en combinant des actions concertées, avec en particulier la baisse coordonnée de 50 points de base des taux directeurs de six banques centrales (le Système fédéral de réserve américain, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque nationale Suisse, la Banque du Canada et la Banque de Suède) intervenue le 8 octobre, et des actions individuelles adaptées aux situations de chaque pays ou zone. Au total ce sont des baisses massives du coût du refinancement qui ont partout été mises en œuvre.

**Les relances budgétaires ne viennent que dans un troisième temps.** Les mesures doivent être massives pour avoir un effet significatif et rapide sur l'économie. Elles doivent être temporaires pour éviter une dégradation structurelle des finances publiques qui déclencherait des comportements d'épargne (on dit que les ménages sont alors « ricardiens » c'est-à-dire qu'ils anticipent un renforcement futur de la fiscalité et épargnent une partie importante du surcroît de revenu procuré par la relance budgétaire) ; elles doivent être ciblées vers les ménages ayant la plus forte propension à consommer et vers les investissements les plus structurants pour l'avenir ; elles doivent enfin être coordonnées pour minimiser les « fuites », en fait un surcroît d'importations, vers les pays ne relançant pas leur économie.

De fait, on constate que des plans de relance très significatifs sont désormais en préparation dans l'ensemble des pays touchés par la crise, économies développées ou émergentes. C'est dans ce cadre que se situe le plan de relance récemment présenté par la Commission européenne. Il correspond à un montant total de 200 milliards d'euros, soit 1,5 % du PIB de l'Union ; chaque État participerait à hauteur de 1,2 % de son PIB national, le 0,3 point restant étant apporté par la Banque européenne d'investissement (BEI). Les « circonstances exceptionnelles » prévues dans le Pacte de stabilité et de croissance pourraient être évoquées au titre de 2009 et 2010, ce qui permettrait de dépasser temporairement le seuil de 3 % du déficit ; le retour à l'équilibre budgétaire de moyen terme, prévu jusque-là pour 2010 au plus tard, est désormais repoussé à une date indéterminée.

**Consolidation du système bancaire, baisse des taux, relance budgétaire, les mesures sont donc prises de façon cohérente, de manière à éviter les erreurs du passé. Comme nous assistons depuis quelques mois à un renversement du choc pétrolier et alimentaire qui avait fortement pénalisé la croissance de l'économie au cours du premier semestre, on peut anticiper un ralentissement marqué de l'inflation qui devrait spontanément procurer aux ménages un pouvoir d'achat supplémentaire, contribuant ainsi au redémarrage possible de la consommation.**

**Considérées globalement, ces évolutions sont bien de nature à stabiliser l'économie, minimisant ainsi le coût de la crise bancaire et permettant une reprise de la croissance dans le courant de l'année 2009.**

*Benoit Mojon, Robert Ophèle,  
Edouard Vidon et Pierre-François Weber  
ont collaboré à la rédaction de ce document.  
Contact : robert.ophèle@banque-france.fr*