Petit manuel de stratégies de sortie de crise

Christophe Blot, Jérôme Creel, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth

▶ **To cite this version:**

Christophe Blot, Jérôme Creel, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth. Petit manuel de stratégies de sortie de crise : Comment rebondir pour éviter l'enlisement ?. Revue de l'OFCE, 2009, 110, pp.335 - 381. 10.3917/reof.110.0335 . hal-01023657v2

HAL Id: hal-01023657

https://sciencespo.hal.science/hal-01023657v2

Submitted on 29 May 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Petit manuel de stratégies de sortie de crise

Comment rebondir pour éviter l'enlisement ?

Christophe Blot
Jérôme Creel
Christine Rifflart
Danielle Schweisguth
OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po

La crise amorcée en 2007 à partir d'un segment du marché hypothécaire américain s'est propagée à l'ensemble des marchés financiers, entraînant un risque systémique majeur du système financier international aux conséquences graves sur l'économie réelle. De financière, la crise s'est transformée en crise de l'économie réelle. Et de liquidité, la crise est devenue crise de solvabilité, nécessitant désormais un fort engagement des secteurs publics nationaux.

En revenant sur les grandes crises financières qui ont marqué le 20e siècle, cet article établit une chronologie de ces crises à partir de plusieurs critères (contexte historique, déséquilibres économiques et financiers à la veille de la crise, facteurs déclencheurs de crise, stratégies de sortie) afin d'en tirer des recommandations sur les remèdes à mettre en œuvre pour mieux en sortir.

La crise de 1929 et la crise japonaise sont les références les plus fréquemment citées, l'une pour la violence du choc et la Grande Dépression qui a suivi l'autre pour sa sortie en déflation sur fonds d'absence de reprise durable. La crise des caisses d'épargne aux États-Unis pendant les années 1980 et des pays scandinaves au tournant des années 1990 sont également étudiées.

De ces crises et des stratégies de sortie mises en œuvre, plusieurs recommandations apparaissent :

- *donner la priorité à la stabilisation financière afin de retrouver un fonctionnement normal des marchés. Dans le cas d'une crise grave, l'ajustement par le marché est un leurre dont les conséquences ne font qu'aggraver la perte de confiance des agents, et donc le risque de faillites bancaires. Les pouvoirs publics doivent organiser les plans de sauvetage* via *la recapitalisation ou le cantonnement de créances douteuses dans des* bad banks *;*
- *mettre en place des politiques économiques destinées à faire face aux conséquences réelles de la crise : baisse des taux d'intérêt et mesures budgétaires temporaires et ciblées dans le cas d'une crise conjoncturelle, permanentes et larges dans le cas d'une crise structurelle ;*
- *enfin, dans tous les cas, frapper vite et fort.*

Il n'existe pas de stratégie optimale de sortie de crise. La complexité de l'engagement des pouvoirs réside dans l'arbitrage entre, d'un côté, le risque imminent d'une crise systémique du système financier et, de l'autre, les coûts futurs liés à l'aléa moral et à la soutenabilité des finances publiques. Mais l'urgence devrait l'emporter.

Mots-clés : Crise financière. Crise économique. Politique économique. Plans de sauvetage.

christophe.blot@ofce.sciences-po.fr
jerome.creel@ofce.sciences-po.fr
christine.rifflart@ofce.sciences-po.fr
danielle.schweisguth@ofce.sciences-po.fr

Les caractéristiques de la crise que connaît l'économie mondiale depuis 2007 ont été largement commentées et explicitées. Intensification de la concurrence bancaire, relâchement des normes de crédit sur le marché immobilier – hausse de la valeur de l'emprunt par rapport à la valeur du bien immobilier acheté, octroi de crédits sans vérification des revenus, ... –, intensification de la titrisation avec dilution des risques entre un nombre toujours plus important d'intermédiaires, bas taux d'intérêt, réglementation et normes comptables à caractère pro-cyclique, anticipations déraisonnables de hausse sans fin des prix immobiliers ayant abouti à la création d'une bulle immobilière, optimisme excessif ayant abouti à une bulle boursière, déséquilibres persistants entre des zones géographiques en excédent structurel d'épargne et d'autres en excédent structurel d'investissement sont les causes généralement avancées pour décrire les enchaînements ayant conduit à la crise actuelle [1].

Une littérature abondante a été consacrée aux crises du passé et à leurs caractéristiques communes avec la crise actuelle : les travaux ainsi réalisés peuvent éclairer un type de crise en particulier (Hoggarth, Reidhill et Sinclair, 2004, sur les crises bancaires), un élément particulier d'une crise (Wheelock, 2008, sur les initiatives fédérales pour réduire la crise hypothécaire aux États-Unis pendant la Grande Dépression), ou les déterminants des crises survenues dans le monde depuis le XIV^{e} siècle (Reinhart et Rogoff, 2008b).

La crise actuelle a été abondamment rapprochée de deux crises historiques particulières : la Grande Dépression des années 1930, particulièrement évoquée dans les medias [2], et la crise japonaise des années 1990 (*e.g.* Hoshi et Kashyap, 2008). La référence à la première témoigne de la crainte de voir les économies des pays industrialisés s'enfoncer dans une récession longue et profonde accompagnée d'une déflation. Le risque de déflation est aussi l'élément qui rapproche la crise actuelle de la crise japonaise, celle-ci n'ayant pas mené à une profonde récession mais à une période tout aussi dramatique de plus de dix années de ralentissement économique. L'intérêt spécifique de la crise japonaise réside fondamentalement dans la nature de cette crise : crise boursière, immobilière et bancaire, mal gérée par les autorités publiques, elle a fini par produire une crise réelle. Avec ce type de crise, ont été aussi posées des questions cruciales sur la valeur de marché des créances douteuses, sur la nécessité de mettre en place des structures de défaisance des actifs toxiques des banques et sur la nécessité du recours à la nationalisation de certains acteurs bancaires.

1. On trouvera des analyses synthétiques dans Gorton (2008) et dans Reinhart et Rogoff (2008a). Le premier est plus centré sur les déterminants financiers de la crise, le second sur ses déterminants macroéconomiques. Une présentation formalisée de la crise est proposée par Caballero, Fahri et Gourinchas (2008).

2. A l'aide du logiciel Factiva, nous avons comparé les occurrences des termes « great depression » et « crise de 1929 » dans les différentes sources de presse mondiale référencées entre janvier 2007 et 2008, puis entre janvier 2008 et 2009 : ces deux termes ont vu leurs citations dans la presse augmenter respectivement de plus de 300 % et 400 % entre les deux périodes. Entre janvier 2008 et 2009, « great depression » a été cité plus de 42 000 fois, « crise de 1929 » 1 131 fois.

Outre ces deux crises majeures, nous évoquerons aussi la crise, longtemps latente, des caisses d'épargne américaines, avec sa succession de faillites de banques régionales qui reste en mémoire des autorités américaines, et les crises des pays scandinaves qui ont eu notamment pour conséquence la création de banques consacrées à l'acquisition de produits financiers toxiques, les *bad banks*. Les crises scandinaves nous permettront en outre de mieux appréhender la dimension extérieure des déterminants de la crise actuelle dans certains petits pays de l'Union européenne.

Dans cette contribution, nous établirons des parallèles entre la crise actuelle et ces différentes crises, en suivant la trame suivante basée sur les mécanismes communs ayant mené à la crise : détermination du contexte, des déséquilibres, et des éléments déclencheurs de la crise. Ainsi, nous pourrons caractériser le type de chaque crise et comparer celle que nous connaissons depuis 2007 à cette typologie. Nous en tirerons alors des enseignements en termes de solutions possibles à la crise, en tentant d'évaluer les réussites et les échecs des politiques mises en œuvre lors des crises passées. Un certain nombre de recommandations en découlera. Nous conclurons en évoquant les risques des solutions mises en œuvre, en distinguant différents horizons temporels.

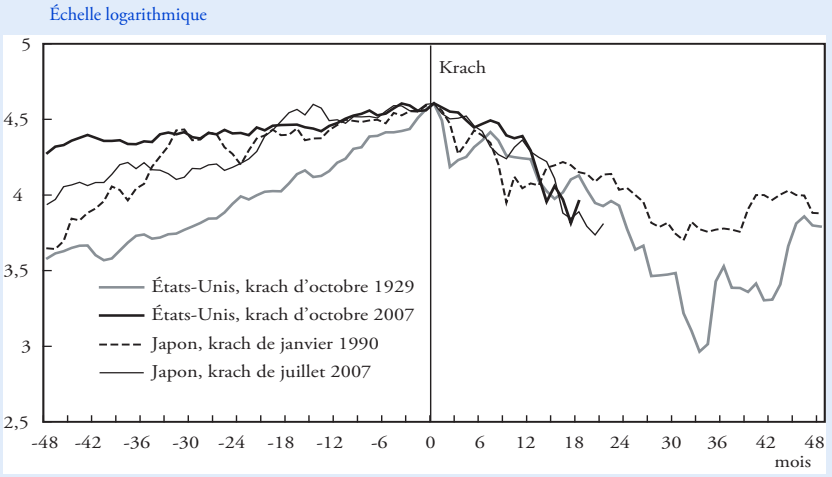
1. La crise actuelle au regard de quelques crises passées

Les crises passées peuvent servir de point de comparaison pour évaluer la profondeur de la crise que l'économie mondiale traverse depuis 2007 et pour discuter de la pertinence des politiques publiques mises en œuvre.

Les crises du passé n'ont pas toutes eu les mêmes ressorts dramatiques que la crise actuelle ; plus particulièrement, les crises – bancaire, boursière, immobilière, ou réelle – n'ont pas suivi la même séquence temporelle ; il en va de même des réponses qui leur ont été apportées. Il va apparaître, aux détours de ces crises passées, que le *timing* est central dans la résolution d'une crise.

On peut comparer la profondeur des crises boursières de 1929 aux États-Unis et de 1990 au Japon à celle de la crise actuelle. Le graphique 1 représente les cours boursiers mensuels exprimés en termes réels, avant, pendant (instant t = 0) et après la crise. Les cas américain des années 1930 et japonais des années 1990 sont comparables en ce qui concerne la durée de la crise : il faut attendre respectivement 33 et 31 mois après le krach pour que le point bas des cours réels soit atteint. Si cette durée devait se reproduire dans la crise actuelle, le rebond boursier interviendrait aux États-Unis en juillet 2010 et au Japon en février 2010.

Graphique 1 : Crises boursières : comparaison historique

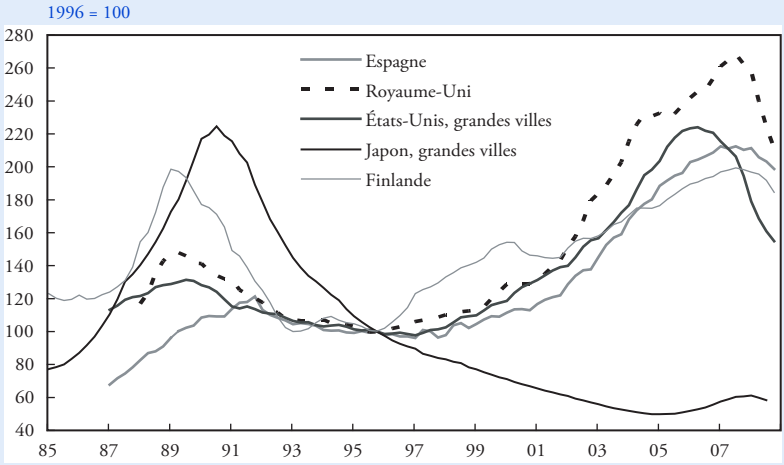


Source : Datastream et R.J. Shiller, cours boursiers déflatés des prix à la consommation, basés lors du mois du krach.

Treize mois après le pic d'octobre 2007, les cours boursiers américains ont perdu près de 40 % (-38,3 %) de leur valeur réelle. C'est équivalent aux chutes enregistrées aux États-Unis 13 mois après le krach d'octobre 1929 (-40,0 %) ou au Japon 13 mois après le krach de janvier 1990 (-41,8 %). Cependant, les cours boursiers américains ont perdu jusqu'à 80 % de leur valeur réelle après 1929, et jusqu'à 60 % au Japon. Si la comparaison avec ces deux crises du passé est valide, il faut conclure que la crise actuelle est loin de son terme. Le Japon ne s'est d'ailleurs jamais remis de la crise subie en 1990 : les cours boursiers n'ont jamais retrouvé les niveaux qui étaient les leurs au début des années 1990.

L'évolution des prix immobiliers sur longue période est également riche d'enseignements quant aux conséquences possibles de la crise actuelle. Le graphique 2 montre les prix immobiliers exprimés en termes réels pour cinq pays : les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, l'Espagne et la Finlande. Pour les États-Unis et le Japon, l'indice est celui des prix dans les grandes villes car c'est sur ce segment de marché que la bulle s'est développée dans les années 1990. On constate tout d'abord que si les prix immobiliers avaient connu une phase ascendante au cours de la seconde moitié des années 1980 dans tous les pays représentés, la croissance des prix en Finlande et au Japon était nettement supérieure et la décrue plus rapide au début des années 1990. Mais alors que les prix immobiliers se sont stabilisés dans tous les pays au cours des années 1990, le marché immobilier japonais a continué à se dégrader jusqu'en 2005. Les prix immobiliers au Japon sont aujourd'hui inférieurs en termes réels à leur niveau de 1985. Nous verrons au cours de cet article que le Japon a tardé à prendre des mesures d'envergure pour sauver son système bancaire, bridant une reprise du crédit et donc du marché immobilier.

Graphique 2 : Prix immobiliers : comparaison internationale



Sources : Datastream, calculs des auteurs.

Depuis le milieu des années 1990, les marchés immobiliers (hors Japon) ont connu une nouvelle phase de forte croissance, les prix ayant plus que doublé en 10 ans. Le marché américain s'est retourné le premier et l'ajustement baissier est déjà bien engagé avec une chute de 30 % des prix enregistrée entre début 2006 et fin 2008. Mais comme le montre l'expérience passée, les signes de reprise qui sont apparus début 2009 sur ce marché ne présagent pas nécessairement d'une remontée rapide des prix.

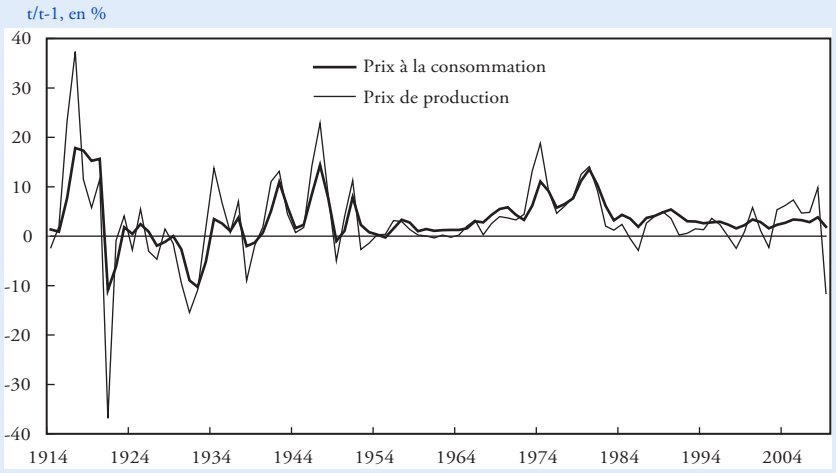
Mais avant de tirer des conclusions, il nous faut caractériser ces crises du passé, même succinctement, pour juger de la pertinence de ces comparaisons.

1.1. La crise de 1929

La crise intervient aux États-Unis après une période de prospérité, qui couvre les années 1920, et qui s'appuie sur l'essor de la productivité dans l'industrie, en ligne avec le développement du taylorisme. Entre 1921 et 1929, la production américaine augmente de 7 % l'an en moyenne, sous l'impulsion notamment de la production d'automobiles qui progresse de 33 % par an entre 1923 et 1929. L'activité dans les secteurs du bâtiment et de l'électricité double sur la même période tandis que la production d'acier, de caoutchouc, de pétrole et la construction de routes profite des effets d'entraînement de cette euphorie. Dans le même temps, le secteur agricole connaît une crise de surproduction, ce qui vaudra aux États-Unis deux années de déflation (les prix à la consommation baissent de 10,2 % en 1921 et de 6,2 % en 1922, graphique 3) et le chômage s'intensifie, reflétant les difficultés de reconversion des industries sénescentes, comme le textile, vers les nouveaux secteurs productifs.

Durant cette période, la politique monétaire est plutôt laxiste : le coût du capital relativement bas, et le développement de nouvelles techniques financières favorisent l'endettement et la spéculation. L'endettement touche aussi bien les ménages, *via* le crédit à la consommation et le crédit hypothécaire, que les entreprises. Or le développement de ces contrats fait peser un risque de défaut d'autant plus important pour leurs détenteurs que les prix des biens ont tendance à baisser : la déflation fait monter l'endettement réel. La baisse des prix des produits agricoles va aussi doublement peser sur les profits des agriculteurs américains au cours des années 1920 : baisse du chiffre d'affaires et montée de l'endettement vont aller de pair. L'élément moteur de la crise de la fin des années 1920, comparativement à celle du début de la décennie, sera l'importante augmentation et la généralisation de l'endettement entre ces deux phases : endettement dans le secteur agricole mais aussi dans celui de l'immobilier, et de l'équipement des ménages.

Graphique 3 : Inflation aux États-Unis



Source : BLS.

À cette époque pourtant, le système bancaire avait été réformé par le *Federal Reserve Act* du 23 décembre 1913 qui mettait fin au système de Banques Nationales (1863-1913), entités situées au sommet d'une pyramide et qui pouvaient émettre de la monnaie à hauteur de la valeur des bons du Trésor qu'elles détenaient en réserves. Mais les contraintes pesant sur l'offre de crédit face à l'insuffisance des réserves étaient devenues insoutenables et ne pouvaient pas résister à la forte demande de crédit. Ceci a conduit à de nombreuses crises bancaires, la dernière panique datant de 1907. Pour résoudre cette instabilité chronique, un système de banques fédérales de réserve est mis en place avec la création d'une banque centrale fédérale et de 12 banques fédérales régionales établies dans 12 districts. La monnaie est désormais

émise par le gouvernement et non plus par des banques privées. Ce système décentralisé et plus flexible a modifié le comportement des banques : les banques peuvent émettre plus facilement des crédits et laissent implicitement la responsabilité de la santé financière à la banque centrale (Bernanke, 1983, d'après les analyses de M. Friedman et A. Schwartz), même si la Réserve fédérale n'agit pas encore comme prêteur en dernier ressort.

Du point de vue financier, on assiste à un emballement des cours boursiers, fruit de la montée fulgurante de la spéculation et d'un optimisme débridé. La Bourse de Wall Street ne cesse de grimper dans les années 1920, et attire toutes les catégories sociales. Entre 1922 et 1929, l'indice boursier augmente de 20 % par an en moyenne, puis de 30 % par an entre 1927 et 1929. Le cours des titres augmentant plus vite que les profits des entreprises, qui eux-mêmes augmentaient plus vite que la production et le rendement, beaucoup d'entreprises trouvaient les marchés financiers plus profitables que la production, et préféraient donc spéculer qu'investir.

La bourse américaine est donc entrée dans une spirale spéculative entretenue par le système d'achat à la marge auprès des agents de change qui ont largement recourru à l'effet de levier. Les spéculateurs pouvaient ainsi acquérir des titres avec 10 % seulement de couverture en liquide, tandis que le reste, le nantissement, était constitué par d'autres titres ou par un prêt gagé sur la valeur des titres achetés. Ainsi, l'essor de la spéculation a été renforcé par la hausse fulgurante des prêts bancaires (qui passent de 2,2 milliards de dollars en 1924 à 8,5 milliards de dollars en 1929), ce qui parallèlement a nourri encore davantage la hausse de la demande.

Deux éléments doivent être ajoutés à ce tableau contextuel de l'avant-crise de 1929 : d'une part, l'énorme concentration de capital consécutive à la constitution de grands groupes industriels monopolistes (US Steel Corporation, International Harvester, ...) et qui a permis la multiplication des émissions d'actions; d'autre part, le retour à l'étalon-or au niveau de la parité d'avant guerre, soit 1£ = 4,86 $. Selon Eichengreen, il s'agirait là d'une des raisons majeures de cette crise.

Les déséquilibres induits par cette évolution sont multiples : distorsion de la répartition de la valeur ajoutée en faveur du capital, endettement important des ménages, surproduction conduisant à une baisse des prix des biens et des taux de profit, contradiction entre la stabilité, ou la baisse, des profits et l'augmentation des cours boursiers, situation caractéristique d'une bulle boursière.

Les éléments déclencheurs de la crise de 1929 sont alors les suivants :

— Jeudi 29 octobre 1929 : krach boursier à Wall Street ; 13 millions d'actions ont été offerts à la vente dans la journée, contre 4 millions habituellement, sans trouver d'acquéreurs ; il en est résulté un effondrement des prix et des cours de la Bourse ; le point bas du S&P est atteint en septembre 1932 : perte de 80 % du Dow Jones entre 1929 et 1932 ; les spéculateurs ruinés retirent leurs dépôts des banques ;

— La perte de confiance de la part des épargnants envers les banques transforme la crise boursière en crise bancaire. De nombreux établissements font faillite à la suite de retraits massifs des dépôts par les épargnants étrangers et résidents. Ces retraits sont notamment encouragés par la crainte de voir le dollar abandonner le système de l'étalon or ;

— La restriction des activités de crédits bancaires entraîne une chute de la consommation, de l'investissement et de la production. Nombre d'entreprises qui vivaient à crédit doivent fermer, elles sont de plus en plus touchées par la faillite des banques et par le fait que les consommateurs réduisent leurs achats. De ce fait, de nombreuses entreprises doivent encore baisser leurs prix. On estime que 85 000 entreprises américaines ont fait faillite durant ces années ;

— Parallèlement, le krach entraîne également l'effondrement des prix agricoles (chute de 55 % entre 1929 et 1933). Les entreprises agricoles et les fermiers ne peuvent pas rembourser leurs emprunts. Les banques sont touchées de plein fouet ;

— Selon M. Friedman, A. Schwartz (1963) et B. Bernanke, la Grande Dépression, outre les phénomènes de surendettement et de déflation, a été amplifiée par la contraction monétaire, l'absence de régulation du système bancaire et l'absence de plans de sauvetage des banques : M2 a baissé d'un tiers de 1929 à 1933, et la New York Bank of the United States a fait faillite pendant la phase de panique bancaire.

La séquence de la crise survenue aux États-Unis à cette période est donc la suivante : crise de surproduction, conduisant à une crise boursière puis à une crise bancaire et financière puis crise du régime de change. Le maintien de la parité fixe avec l'or était source de déflation ; il y sera mis fin le 5 avril 1933 lorsque Roosevelt arrive au pouvoir.

1.2. La crise japonaise des années 1990

La crise japonaise, plus récente que la précédente crise évoquée, est aussi plus proche de la crise actuelle dans la séquence des crises qui ont secoué ce pays pendant une dizaine d'années. Crise boursière, devenue immobilière, bancaire, puis réelle, la crise japonaise semble en effet mieux correspondre à l'enchaînement que l'économie mondiale connait depuis 2007.

La crise japonaise a eu lieu dans une période de croissance économique soutenue et de libéralisation financière qui a remis en cause les règles du jeu du système bancaire et financier. Le rebond économique date de 1984 mais la croissance s'accélère à la fin de la décennie 1980, avec des taux de croissance du PIB de successivement 6,8 %, 5,3 % et 5,2 % en 1988, 1989 et 1990. La politique monétaire est tiraillée entre l'objectif de change (lors des Accords du Plaza en 1985, le Japon a dû consentir une appréciation du yen de 260 à 150 pour un dollar) et contrer la surchauffe. Les taux d'intérêt restent bas (inférieurs à 5 %) entre mai 1986

et mai 1989 pour endiguer la hausse du yen. Par ailleurs le krach boursier d'octobre 1987 met un frein aux velléités restrictives de la Banque centrale du Japon.

La libéralisation financière est mise en œuvre au cours des années 1980. Elle se caractérise par :

— l'ouverture internationale (suppression du contrôle des changes, autorisation pour les banques de prêter et d'emprunter en devises, expansion des banques japonaises à l'étranger) ;

— le développement des marchés de capitaux domestiques (marchés monétaire, obligataire, boursier) ;

— l'accroissement de la concurrence entre institutions financières (décloisonnement des activités financière, libéralisation des taux d'intérêt).

La libéralisation financière engendre la déstabilisation du système de la banque principale[3]. L'avantage informationnel diminue (perte du monopole dans la gestion des moyens de paiements des clients traditionnels, perte de la rente d'intermédiation) et, en même temps, les banques sont incitées à prendre des risques dans un contexte de concurrence accrue entre institutions financières. Enfin, la gestion de la prévention des risques n'a pas évolué : le gouvernement a mis la priorité sur la sécurité des systèmes de paiements mais délaissé le contrôle prudentiel.

On assiste alors à une course au crédit : l'encours de crédit total progresse de 8 à 9 % par an au cours de la deuxième moitié des années 1980, soit un point de plus que l'activité. Pour compenser les pertes de parts de marché sur les crédits aux grandes entreprises, les banques se tournent vers les ménages et les PME : les encours de prêts aux ménages et PME passent de 53 % à 70 % de l'encours total des *citybanks* entre 1985 et 1989. Le contrôle prudentiel est souvent omis et l'on se contente d'une garantie sur le collatéral pour accorder les crédits. L'intermédiation financière a fortement augmenté durant la décennie 1980 : le ratio de crédit bancaire au PIB est passé de 70 % à la fin des années 1970 à 108 % en 1990.

Dans ce contexte, une bulle se forme à la fin des années 1990 sur les marchés immobiliers et boursiers : les prix immobiliers augmentent de 60 % en 5 ans et de 90 % en 10 ans (le pic est atteint à la mi-1991) ; les cours boursiers sont multipliés par 3 en 5 ans, soit une hausse moyenne de 25 % par an et par 6 en 10 ans (le pic est atteint en janvier 1990). On assiste à une fragilisation des bilans des prêteurs et des emprunteurs, qui reposent sur des valorisations déconnectées de la réalité économique.

Il suffit d'un catalyseur pour faire éclater la bulle : ce fut la hausse des taux d'intérêt. L'accélération de l'inflation a incité la Banque du Japon à devenir plus restrictive : le taux d'escompte passe de 2,5 % en avril 1989 à 6 % en août 1990,

3. Rappelons que dans le système de banque principale, celle-ci assure le contrôle prudentiel des entreprises du *keiretsu* en échange du monopole sur ses moyens de paiements. Ceci lui procure à la fois une rente financière et une mine d'informations sur la santé financière de l'entreprise.

puis 8 % fin 1990. La volonté affichée du gouvernement de mettre fin à la bulle s'accompagne de restrictions quantitatives au crédit.

Le resserrement monétaire a précipité l'effondrement de la bulle, révélant une situation de surendettement des agents privés. Les années de forte croissance de l'investissement se sont soldées par des surcapacités industrielles. La baisse du prix des terrains, souvent utilisés comme collatéraux aux prêts consentis par les banques, a largement entamé la capacité d'emprunt des agents privés. Le ralentissement de l'activité a entraîné un nombre plus important de faillites, qui se sont traduites par une augmentation du taux de prêts non performants au bilan des banques. Les banques sont alors confrontées à un quadruple choc défavorable : sur leur marge d'intermédiation, sur la valeur de leurs actifs patrimoniaux, sur leurs capitaux propres et sur la qualité de leur encours de crédit. On assiste à une contraction à la fois de l'offre et de la demande de crédit, les créances douteuses se multiplient. Face à la chute de la valeur faciale de leurs collatéraux, nombre de banques se sont trouvées en situation d'insolvabilité, mais le cadre prudentiel opaque a favorisé l'illusion de solvabilité bancaire et le système a continué à fonctionner jusqu'en 1997 sans être réformé en profondeur. Les banques insolvables continuaient à accorder des prêts à des entreprises en difficulté avec lesquelles elles avaient établi des relations de long terme.

En 1997, deux éléments ont contribué à l'approfondissement de la crise : le déclenchement de la crise asiatique et une hausse de la TVA de 2 points dans le but de redresser les finances publiques. Trois établissements bancaires (Sanyo Securities, Yamaichi Securities et la Hokkaido Takushoku Bank) font faillite en 1997 et le véritable rationnement du crédit ou *credit crunch* intervient en 1998. L'économie se contracte de 2 % en 1998 puis de 0,1 % en 1999. Le pays s'enlise alors dans la déflation : le déflateur du PIB affiche -1,3 % en 1999 puis -1,7 % en 2000.

En période de déflation, l'économie ne répond plus aux signaux monétaires et le système économique entre dans une spirale de faillite : une baisse de taux nominaux ne fait pas repartir l'investissement tant que les prêteurs rationnent le crédit et tant que les emprunteurs sont surendettés. Le comportement des prêteurs précipite l'insolvabilité des emprunteurs – ils les obligent à des ventes en détresse en ne renouvelant pas leurs crédits et accroissent les montants de créances douteuses. La faillite des débiteurs qui en découle se retourne contre les banques qui voient leurs actifs se déprécier.

La crise japonaise est donc initialement une crise boursière. En janvier 1990, les cours sont alors divisés par deux en moins d'un an, et le point bas atteint en avril 2003. S'ensuit une crise immobilière qui voit les prix diminuer en continu jusqu'en 2006 (-56 % par rapport au pic de la mi-1991). Les prix immobiliers restent en 2009 inférieurs à leur niveau de 1980. Au niveau bancaire, on assiste à une accumulation de créances douteuses, à des ruées bancaires à partir de 1995, à la fermeture d'établissements insolvables, à la baisse continue du crédit et au transfert de l'épargne déposée dans les banques vers l'épargne postale. Déflation à partir de 1995 (selon le déflateur du PIB), croissance faible, hausse du chômage et dualité du

marché du travail (avec la précarisation de l'emploi) caractérisent la situation macroéconomique. De 1991 à 2007, la croissance moyenne du PIB s'est établie entre 1 et 1,5 % par an, contre 4 à 5 % entre 1970 et 1990. Comme nous le verrons dans la section 3.1, le manque d'intervention des autorités au cours des premières années de la crise a contribué à la dégradation continue de la santé du système bancaire, étouffant toute perspective de reprise durable.

1.3. La crise des caisses d'épargne aux États-Unis

Les *Saving & Loans Associations* (S&Ls) sont l'une des trois catégories de caisses d'épargne chargées d'encourager l'épargne populaire. Les S&Ls sont spécialisées dans le crédit hypothécaire, les autres institutions distribuant des crédits à la consommation. Jusqu'en 1989, les caisses d'épargne sont régulées par le *Federal Home Loans Bank Board* (FHLBB) et les dépôts, garantis par le *Federal Saving and Loan Insurance Corporation* (FSLIC). En 1980, on comptait 3 993 S&Ls assurés par le FSLIC.

Au cours des années 1970, la faiblesse des taux d'intérêt réel produit une politique de crédits faciles, et alimente un boom de l'immobilier qui se développe au cours de la deuxième moitié de la décennie. Dans un contexte peu transparent où les normes de comptabilité qui s'appliquent aux S&Ls sont spécifiques et relâchées, les S&Ls sont dans une situation réelle d'insolvabilité. Pour autant, leur solvabilité apparente reste assurée.

Le système des S&Ls souffre aussi d'un risque de disparité entre les taux et la maturité des différentes parties de leur bilan. Les S&Ls financent des prêts au taux du marché sur un horizon long – jusqu'à 30 ans – alors que leurs ressources sont constituées de dépôts rémunérés à des taux administrés. La montée des taux d'intérêt à des niveaux historiquement élevés à la fin des années 1970 et leur forte volatilité jusqu'au début des années 1980 exposent de plein fouet les caisses d'épargne à ce problème de disparité de bilan. La hausse du coût de financement à court terme fait que celui-ci devient supérieur aux rendements des prêts hypothécaires, ce qui rend les caisses financièrement très vulnérables. Elles le sont d'autant plus qu'elles sont faiblement capitalisées, conséquence du relâchement des dispositifs réglementaires. Elles doivent aussi faire face au risque de transformation, *i.e.* en cas de retrait de l'épargne vers des placements de marché mieux rémunérés, les caisses d'épargne subissent une hausse de leur coût de refinancement sur le marché monétaire.

Une fois de plus, dans une situation fragile, l'élément déclencheur de la crise réside dans la hausse des taux d'intérêt. Entre 1982 et 1986 cependant les caisses d'épargne évitent la crise structurelle grâce au reflux des taux, mais les nouvelles hausses des années 1988 et 1989 vont leur être fatales. Outre ces hausses, le système de S&Ls américain va être ébranlé le 31 décembre 1986, par la faillite du FSLIC, qui couvrait jusque-là les pertes des établissements en difficulté. La crise des S&Ls démarre donc véritablement à cette date.

La crise est donc avant tout une crise financière, avec restriction du crédit, qui se transforme en crise immobilière puis en crise économique. Le secteur de l'immobilier est durement frappé : les ventes baissent, l'investissement chute de 25 % en trois ans, les prix reculent, ce qui finit par entrainer l'économie dans la récession dans le courant de l'année 1990. Pour autant, la situation financière des ménages et des entreprises non financières reste relativement solide, le recours aux S&Ls ayant été confiné aux activités immobilières. Le système financier américain n'est pas alors caractérisé par la mauvaise qualité globale des actifs des banques.

L'intérêt de cette crise, partie du marché du crédit hypothécaire réside dans la lenteur des mesures mises en œuvre, du point de vue réglementaire notamment, pour y remédier. Comme la crise japonaise, cette crise a longtemps été latente ; elle a donc été plutôt mal gérée par les autorités de tutelle.

1.4. Les crises bancaires dans les pays scandinaves au tournant des années 1990

C'est au tournant des années 1990 que les pays scandinaves – Finlande (1991), Norvège (1988) et Suède[4] (1991) – subissent des crises bancaires systémiques. Dans les trois cas, les difficultés bancaires suivent une période de libéralisation du système financier, de croissance rapide du PIB et des prix d'actifs. À la différence des cas japonais et des S&Ls, ces trois crises ont été aussi des crises de change.

Les pays scandinaves entament un processus de libéralisation interne et externe du système financier au début des années 1980. L'encadrement du crédit est abandonné, les taux bancaires peuvent être fixés librement et les opérations internationales sont déréglementées. Il s'ensuit une accélération de la demande et de l'offre de crédits. Du côté de la demande, la levée des contraintes financières pour les agents non financiers permet d'accroître l'endettement et les dépenses dans un contexte où le régime fiscal est très favorable aux emprunteurs. Du côté de l'offre, la déréglementation favorise la concurrence par les prix, ce qui pousse les établissements bancaires à une politique de gains de part de marché. Les volumes de crédits augmentent et les banques deviennent de plus en plus exposées aux risques dans un système où la supervision bancaire ne s'est pas adaptée au nouveau régime de concurrence (Sandal, 2004). Les crédits alloués par le système bancaire augmentent rapidement. En Norvège, le ratio des crédits bancaires au PIB passe de 40 à 65 % entre 1984 et 1988. En Finlande, ce même ratio s'élevait à 98 % en 1990 contre 55 % en 1984. Enfin, sur la même période, l'augmentation était de 17 points en Suède partant d'un ratio à 41 % du PIB en 1984. L'endettement des agents non financiers s'accroît. Pour les ménages finlandais, il passe de 45 % du revenu disponible brut en 1980 à 90 % en 1990. En Norvège, ce taux a atteint 175 % en 1989 contre 90 % en 1980 (Drees & Pazarbasioglu, 1998). Enfin, la libéralisation des mouvements de capitaux et la fixité du taux de change ont amené les agents à

4. Sandal (2004) mentionne également le cas du Danemark qui a connu des difficultés bancaires durant plusieurs années sans pour autant que la situation n'entraîne de crise importante.

contracter une part croissante de leur endettement en monnaie étrangère. La libéralisation aura donc permis de desserrer les contraintes financières pesant sur les agents et sur le système bancaire, mais elle a également accru la fragilité des ménages et des entreprises et donc la vulnérabilité des économies scandinaves à des chocs sur le taux d'intérêt ou le taux de change.

Dans un premier temps, la dynamique du crédit a stimulé l'investissement et la consommation favorisant la croissance et l'augmentation des prix d'actifs. Ainsi, la croissance du PIB s'est accélérée entre 1985 et 1989 en Finlande et en Suède s'établissant à des rythmes moyens de 4 et 2,7 %. Le cycle était plus précoce en Norvège avec une croissance moyenne de 4 % entre 1983 et 1987. Le marché immobilier a largement bénéficié de l'embellie du crédit. Les prix augmentent de 90 % en Finlande entre 1985 et 1989. Le boom est légèrement plus tardif en Suède mais tout aussi important puisqu'entre 1987 et 1990, les prix augmentent en moyenne de 14 %.

Les pays scandinaves entrent alors dans une phase de surchauffe avec une accélération de l'inflation, une détérioration de la compétitivité et du solde du compte courant. En Norvège, l'inflation passe de 6 % en 1986 à plus de 10 % en 1987. En Suède et en Finlande, l'inflation un temps maîtrisée repart également à la hausse avec des taux qui dépassent 6 % en 1989. En change fixe, la compétitivité se détériore et les soldes courants deviennent déficitaires, notamment en Norvège où le solde passe de 4,8 % du PIB en 1985 à -5,9 % en 1986 [5] et en Suède où le déficit apparaît en 1988 et atteint un plancher en 1992 (-2,8 % du PIB). Partant d'une situation déjà déficitaire, la Finlande accumule de nouveaux déficits qui culminent à 5,3 % du PIB en 1991.

Dès 1988, les taux d'intérêt augmentent en Suède et en Finlande afin d'apaiser les tensions inflationnistes et limiter les pressions sur les taux de change. Les taux à court terme passent de 9,25 % en Suède et 9,33 % en Finlande à respectivement 14 et 15,8 % au premier trimestre 1990. En Norvège, la hausse était plus précoce et les taux sont passés de 12,5 % au quatrième trimestre 1985 à 15,6 % un an plus tard, l'économie norvégienne subissant par ailleurs les effets du contre-choc pétrolier. Cette politique provoque une appréciation des monnaies. Elle n'est que de 4,6 % pour la couronne suédoise entre la fin de l'année 1987 et le deuxième trimestre 1991. Elle atteint 14,4 % pour la markka finlandais entre 1986 et 1990.

Les pressions s'intensifient avec la réunification allemande et le choc induit sur les taux d'intérêt. C'est donc principalement le durcissement des conditions monétaires qui a plongé les économies dans la récession, celle-ci s'amplifiant ensuite sous l'effet des crises financière, bancaire puis de change. Pour la Finlande, l'effondrement de l'URSS a également joué un rôle majeur dans la récession. Dès 1990, les prix d'actifs reculent fortement. L'indice boursier perd 28,8 % en 1990 et encore 25 et 20 % en 1991 et 1992. En termes réels, les prix immobiliers baissent

5. Soulignons cependant que cette évolution s'explique principalement par le recul du prix du pétrole.

pendant quatre années consécutives – de plus de 10 % chaque année – entre 1990 et 1993. Le krach est moins marqué en Suède, mais la bourse chute cependant de plus de 30 % en 1990 et les prix immobiliers baissent à partir de 1992. Les provisions pour pertes sur crédit augmentent rapidement dans les trois pays (Honkapohja, 2009) et les premières difficultés bancaires apparaissent à l'automne 1988 en Norvège et à l'automne 1991 en Finlande et en Suède.

En Norvège, les premières réponses à la crise, qui éclate en fin d'année 1988, sont apportées en interne par des investisseurs privés. La Banque centrale joue néanmoins le rôle de prêteur en dernier ressort en fournissant les liquidités nécessaires au système bancaire. Il faudra attendre janvier 1991 pour voir le gouvernement intervenir en recapitalisant massivement les établissements de crédit. À cette date, les pertes sur crédit représentent 6 % du PIB. Les crises bancaires éclatent plus tard en Finlande et en Suède ; les premières difficultés sont observées à l'automne 1991 et les premières solutions globales à la crise sont apportées au printemps suivant. Les prêts non performants atteindront 13 % en Suède et 9,3 % en Finlande. Les créances douteuses sont le plus souvent liées au marché immobilier et concerne en majorité – 60 % pour la Finlande et 75% en Suède – les entreprises non financières.

Les pressions sur le régime de change se faisant de plus en plus fortes, les pays sont successivement contraints d'abandonner la fixité de la parité. La couronne norvégienne a été dévaluée avant l'éclatement de la crise bancaire, dès 1986, contribuant de fait plus à l'émergence de la crise plutôt qu'à son approfondissement. Elle baisse alors de 10,6 %. En Suède, la couronne est emportée dans la tourmente du SME et contrainte au flottement en novembre 1992. La dépréciation est ensuite rapide puisque la monnaie suédoise perd 22 % en une année. En Finlande, la markka ne flotte officiellement qu'à partir de septembre 1992 mais s'était déjà dépréciée depuis le premier trimestre 1991. La dépréciation sera plus progressive et atteint 26 % au bout de deux années. Dans ces deux pays, les dévaluations ont contribué à accentuer les crises en alourdissant la charge des agents endettés en monnaie étrangère. En Norvège, premier pays à entrer en récession, la crise réelle est finalement courte et de faible ampleur, le taux de croissance annuel étant uniquement négatif (-0,2 %) en 1988. Les récessions ont été par contre plus longues en Suède et en Finlande. Les taux de croissance annuels du PIB sont négatifs trois années consécutives, 1991, 1992 et 1993. La récession est particulièrement brutale en Finlande où le PIB de 1993 représente seulement 89 % du PIB de 1990. La Suède et la Finlande mettront respectivement 4,5 et 6,5 années pour retrouver le niveau d'activité observé avant l'éclatement de la crise.

Il ressort donc que certains marqueurs communs se retrouvent dans les différentes crises qui viennent d'être évoquées. En particulier, elles sont précédées d'un boom du crédit, favorisé par une période de libéralisation ou d'innovations financières et par un défaut de supervision. Le boom entraîne alors une bulle sur les prix d'actifs, bulle qui éclate sous l'effet d'un durcissement de la politique monétaire. La crise bancaire et financière qui éclate a alors de larges répercussions

sur la croissance et nécessite alors la mise en œuvre de politiques adaptées visant à assainir le système financier et à relancer la croissance.

2. Des stratégies de sortie de crises

Les politiques mises en œuvre pour sortir de la crise doivent nécessairement porter sur les deux foyers de développement de celle-ci (Spilimbergo *et al.*, 2008). Il s'agit d'une part de faire face à la crise bancaire et financière, c'est-à-dire de retrouver un fonctionnement « normal » du système financier. D'autre part, il s'agit de mettre en œuvre un ensemble de mesures de régulation macroéconomique permettant de faire face aux effets réels de la crise financière. Il convient alors d'évaluer préalablement la durée et l'ampleur attendues de la crise, afin de mettre en œuvre des politiques budgétaires adaptées : temporaires et ciblées si la crise semble conjoncturelle ; permanentes et larges si la crise est structurelle.

2.1. De la liquidation aux nationalisations bancaires : une analyse des plans de sauvetage pour sortir de la crise

L'objectif est ici de donner une présentation générale des modalités d'action envisageables pour résoudre les crises bancaires. Dans tous les cas, ces mesures visent à rétablir le fonctionnement « normal » du système bancaire et financier. En effet, les crises bancaires résultent de pertes importantes qui menacent la solvabilité de plusieurs banques. Elles génèrent par ailleurs une situation de stress pouvant conduire à des paniques bancaires. Ces problèmes de solvabilité et de liquidité nuisent à l'activité du système bancaire et limitent sa capacité à fournir des services d'intermédiation approprié. Les mesures adoptées doivent donc s'efforcer de restaurer la solvabilité du système financier et de garantir le maintien d'un niveau approprié de services bancaires (Dziobek et Pazarbasioglu, 1997).

Différentes approches peuvent être envisagées à cette fin. Elles se différencient principalement par l'importance des fonds publics engagés ainsi que par les éventuelles modifications du statut des institutions financières qui résultent d'un plan de sauvetage [6]. Honohan et Laeven (2005) distinguent la phase d'endiguement dont l'objectif principal est de mettre un terme à la crise de liquidité et d'éviter les paniques bancaires, de la résolution de la crise où il s'agit de prendre en charge les problèmes de solvabilité et d'assainir le système financier. Les mesures d'endiguement reposent le plus souvent sur deux types d'action (Laeven et Valencia, 2008) : la garantie des dépôts et les apports de liquidité. La suspension de la convertibilité des dépôts ou la fermeture temporaire des banques sont plus rarement utilisées. En pratique, il est difficile d'opposer crise de liquidité et de solvabilité. Elles sont imbriquées et c'est donc une approche globale qui doit être envisagée. Les mesures d'endiguement jouent alors plutôt le rôle de premiers soins, certes

6. Voir Hoggarth *et al.* (2004).

nécessaires mais dont les bénéfices se font pleinement sentir dans le cadre d'un plan global de sauvetage du système financier.

Les modalités précises des solutions adoptées sont très hétérogènes et doivent tenir compte des caractéristiques propres à chaque pays – notamment de la nature des systèmes bancaires et juridiques – et à chaque crise. Il est donc délicat de dresser une liste exhaustive et détaillée [7] des mesures surtout que les plans de sauvetage combinent le plus souvent différentes approches. Nous privilégions une présentation plus large permettant de dessiner les grandes options pouvant être retenues. Nous nous intéressons aux plans de sauvetage et écartons la mise en faillite des établissements en difficulté. Si cette solution peut être envisagée pour une crise isolée ou pour certaines institutions non soumises à la doctrine du « *too big to fail* », elle ne convient évidemment pas dans une crise systémique en tant que solution globale. Nous distinguons cinq réponses possibles. Elles se différencient notamment par le degré d'intervention publique et donc par la prise en charge du coût de la crise par les autorités budgétaires. Dans tous les cas, la nature du problème est double, il s'agit d'apporter les solutions qui permettront de rétablir la solvabilité du système financier et d'absorber les pertes liées aux prêts non performants ou aux actifs toxiques.

1. Une première approche ne nécessitant pas la levée de fonds publics consiste à permettre aux établissements bancaires de se soustraire à certaines obligations comptables ou prudentielles : comptabilisation des actifs à la valeur historique au lieu de la valeur de marché ; assouplissement des normes de fonds propres des banques. L'objectif est de masquer les pertes ou de retarder le moment où elles seront publiquement annoncées dans l'espoir qu'elles seront atténuées une fois que les tensions seront apaisées. Cette mesure permet certes de s'affranchir de règles contraignantes qui amplifient [8] la crise mais en même temps elle mine la confiance des intervenants de marché qui ne sont plus en mesure de fonder leurs décisions sur la base d'une information transparente. Généralement, ces mesures sont adoptées dans l'espoir que la crise sera passagère et que les problèmes de solvabilité seront limités. Ainsi, les banques peuvent-elles laisser passer l'orage et espérer retrouver une situation saine (ou moins dégradée) ultérieurement. Cette approche n'est clairement pas adaptée si la crise résulte de problèmes structurels. La question de la solvabilité des établissements bancaires se reposera nécessairement dès lors que les règles prudentielles seront rétablies. Ce type de mesures peut même s'avérer totalement contre-productif si elles incitent les établissements insolvables à prendre de nouveaux risques espérant profiter du délai accordé pour améliorer leur position.
2. La réponse à la crise peut rester du ressort de la sphère privée, si elle prend la forme d'une augmentation de capital souscrite soit par les actionnaires soit par

7. Calomiris *et al.* (2004) détaillent certaines mesures en s'appuyant sur des exemples précis mis en œuvre dans les crises financières récentes.
8. C'est en particulier vrai à propos de la valorisation généralisée des actifs en valeur de marché qui répercute la volatilité des prix d'actifs sur le bilan des institutions financières (Allen et Carletti, 2008).

de nouveaux acteurs privés domestiques ou étrangers. Les établissements en difficulté peuvent également être rachetés dans le cadre d'une opération de fusion. Bien que le coût financier soit entièrement pris en charge par des acteurs privés, ce type d'opération peut être provoqué par le gouvernement. Cette approche permet donc d'apporter des fonds propres nécessaires [9] lors des crises financières ce qui s'avère le plus souvent indispensable (Honohan, 2005). Le coût budgétaire de la mesure est nul mais cela suppose que des acteurs privés acceptent de prendre les risques liés à la reprise de tout ou partie des activités de l'établissement racheté.

3. Le gouvernement peut engager des fonds publics par le biais de mesures fiscales ou budgétaires. L'objectif est alors d'amener les établissements aidés à divulguer les pertes et de liquider les actifs non performants. Dans ce cas, les pertes sont partagées entre acteurs public et privés mais il n'y a aucune modification des statuts de l'établissement aidé. Les mesures fiscales doivent être contraignantes afin que l'incitation à résoudre la crise soit forte et d'éviter que les établissements tirent profit des baisses d'impôts en continuant à accumuler des actifs non performants. Ce type de mesure n'a de sens que dans un système faiblement transparent. Autrement, les pertes seront plus facilement et systématiquement révélées et il sera plus opportun soit de garantir la solvabilité de l'établissement par le biais de mesures de recapitalisation, soit de liquider les actifs non performants en créant une structure idoine.

4. Dans le cas des structures de cantonnement, parfois nommées *bad banks*, le gouvernement engage des moyens financiers en rachetant les actifs non performants afin de les placer dans une structure publique. L'entité publique spécialement créée rachète tout ou partie des créances douteuses des établissements en difficulté et lui apporte en contrepartie des actifs de bonne qualité (titres publics). Le fonds s'assure ensuite du recouvrement des actifs. La prise en charge du coût du sauvetage revient donc aux contribuables. Ce coût ne peut être évalué *ex-ante* puisqu'il dépend à la fois du prix de rachat des créances douteuses mais également du prix de cession de ces mêmes créances. Plus le prix de rachat est faible (élevé), moins (plus) le coût budgétaire sera élevé mais moins (plus) il permettra à l'établissement de sortir rapidement de la tourmente. L'approche génère de l'aléa moral s'il n'y a aucune contrepartie demandée aux actionnaires et aux dirigeants. En effet, ils peuvent ne supporter aucune conséquence de leurs erreurs passées et se trouver renfloués par l'injection d'actifs de bonne qualité.

5. Enfin, le sauvetage peut passer par des mesures de recapitalisation publique, selon lesquelles le gouvernement injecte des fonds propres, soit par le biais d'achats de titres de dette subordonnée, soit par l'achat d'actions [10]. Dans le cas d'achats de titres subordonnés, les actionnaires conservent toute latitude dans la

9. À condition que la souscription puisse être réalisée à un prix suffisant.
10. Il est en outre possible de distinguer les cas où les actions donnent ou non un droit de vote.

gestion de l'entreprise alors que le gouvernement ou l'institution publique créée à cet effet peut jouer un rôle dans la gestion du groupe s'il en devient actionnaire. Son influence peut cependant être limitée si sa participation n'est pas majoritaire. En devenant majoritaire ou en nationalisant l'établissement, l'autorité publique peut ensuite organiser la restructuration de l'établissement et notamment changer l'équipe dirigeante. Ce type de mesures peut accompagner la mise en place d'un fonds de défaisance. L'établissement est alors scindé en deux entités, chacune soumise à la tutelle publique. Les actifs non performants sont isolés dans la structure de défaisance et les activités rentables sont reprises en main par l'État. La prise de participation ou la nationalisation est le plus souvent temporaire. Comme pour l'étape précédente, la charge du sauvetage incombe aux contribuables. Comparativement à la mise en place d'un fonds de défaisance, les actionnaires en place sont pénalisés par la prise de contrôle de l'entreprise, de même que l'équipe dirigeante peut être remplacée. Quant au coût de l'opération, il ne peut être évalué *ex-ante* car il dépend du prix de revente des actions acquises ou de la durée pendant laquelle l'Etat détient des titres de dette subordonnée mais qui sont rémunérés.

2.2. Stabiliser à l'aide de politiques macroéconomiques adaptées

Outre les plans de sauvetage déployés pour enrayer la crise financière, les politiques de stabilisation macroéconomique apparaissent nécessaires pour contrer les effets récessifs de la crise et neutraliser les effets de retour de la récession sur les marchés financiers. Dans la mesure où la crise financière provoque une récession économique profonde, il est nécessaire de soutenir l'économie pour l'empêcher de sombrer dans une spirale récessive, voire dépressive, qui serait dommageable pour la population et qui retarderait la résolution de la crise financière. La baisse de la valeur des actifs réels et financiers détenus par les agents financiers et non financiers se poursuivrait continuellement si l'économie restait en crise du fait de la détérioration continue des conditions de financement des agents privés. La situation des établissements financiers se dégraderait davantage encore, ce qui contrebalancerait des mesures prises par les banques centrales pour restaurer le système.

Dès lors, à défaut d'être suffisantes en cas de crise financière, les politiques de stabilisation macroéconomique peuvent être envisagées comme des politiques contra-cycliques d'accompagnement nécessaires à amortir l'impact de la crise sur l'économie réelle et également à en contenir les effets de retour sur la sphère financière. Compte tenu de l'appréciation apportée quant à la durée de la crise, les politiques de stabilisation macroéconomique doivent être d'une durée plus ou moins longue, *i.e.* elles doivent pouvoir avoir une dimension structurelle et non plus seulement contra-cyclique.

Ces politiques s'appuient sur deux grands volets : la politique monétaire puisqu'il est dans les attributions des banques centrales de poursuivre un objectif de croissance dans une perspective non inflationniste, et la politique budgétaire dont les délais de transmission sont plus courts que ceux de la politique monétaire.

2.2.1. La politique monétaire *via* la baisse des taux d'intérêt de la banque centrale

Les variations de taux directeurs sont le principal instrument dont une banque centrale dispose pour intervenir. En période de baisse de la demande effective et d'absence de risque inflationniste, la baisse des taux directeurs se transmet à l'ensemble des établissements financiers *via* le marché monétaire primaire auquel un certain nombre d'établissements privilégiés ont accès. Cette détente a pour but d'alléger les conditions de crédits des agents non financiers afin de les inciter à consommer ou investir. Dans une économie où la dette publique est indexée sur les taux courts, la baisse des taux permet également de réduire les charges financières de la dette.

En situation de crise financière, cette stratégie trouve pourtant assez rapidement ses limites :

— Si les marges de manœuvre à la hausse restent illimitées, elles sont par contre contraintes à la baisse dès que les taux d'intérêt nominaux s'approchent de 0. C'est aujourd'hui le cas aux États-Unis et au Royaume-Uni, comme cela l'était et l'est resté au Japon pendant la déflation.

— En période de crise financière, les canaux de transmission de la politique monétaire sont brouillés. Les conditions de financement des banques sur les marchés interbancaires restent extrêmement tendues du fait de la mauvaise santé (en termes de bilan) des banques. Le maintien de primes de risque à des niveaux élevés efface l'avantage de la détente des taux sur le marché primaire. Dès lors, en plus d'un durcissement des conditions d'attribution des crédits, les taux offerts restent très élevés.

Aussi, et afin d'échapper à ces dysfonctionnements des canaux de transmission de la politique monétaire, au taux d'intérêt et/ou au crédit, les autorités monétaires peuvent conduire des mesures dites « non conventionnelles », consistant principalement en une augmentation massive de la liquidité (mesures dites d'assouplissement quantitatif) ou en achats directs de titres sur les marchés, afin de peser sur les primes de risque (mesures dites d'assouplissement des conditions de crédit). Ces deux types d'assouplissement font peser deux nouveaux risques en situation de crise financière et économique : d'une part, l'assouplissement quantitatif passe par des achats de titres publics par les banques centrales ; il est donc crucial qu'*ex ante*, les banques centrales s'engagent à revendre ces titres publics lorsque l'activité bancaire, financière et économique aura repris. Si tel n'est pas le cas, les taux de rendement sur la dette publique resteront à des niveaux trop bas, générant des pressions inflationnistes supplémentaires en phase de reprise. D'autre part, l'assouplissement des conditions de crédit ne fait pas disparaître le risque : il le transfère vers la banque centrale, dont le rôle n'est pas de le gérer. Il s'ensuit que la banque centrale court un risque de pertes en capital.

2.2.2. De la nécessité de recourir à la politique budgétaire.

Si le relâchement de la politique monétaire est nécessaire pour desserrer l'étau financier qui pèse sur les agents économiques, le soutien de la demande doit aussi pouvoir passer par la politique budgétaire. L'impact économique est plus rapide que celui d'une baisse des taux et peut même être immédiat lorsque la politique budgétaire inclut des mesures de transferts en faveur des populations ciblées (augmentation des allocations chômage, des revenus minima ou des primes aux travailleurs pauvres, ... voir tableau 1).

L'éventail de mesures qu'un État peut mettre en œuvre est particulièrement large : baisse d'impôts, hausse des transferts, dépenses de fonctionnement, dépenses d'investissement, et réallocation de ressources et de dépenses entre différents niveaux administratifs [11]. À ce titre, la politique budgétaire conventionnelle laisse beaucoup de marges de manœuvre aux États ; la politique monétaire, par baisse des taux et/ou augmentation de la quantité de liquidités, dispose de choix moins nombreux qui ont pu amener certaines d'entre elles, comme la Réserve fédérale aux États-Unis, à adopter des mesures « non conventionnelles » (*cf. supra*).

Toutefois, la politique budgétaire reste encore parfois décriée dans la mesure où elle est jugée inefficace, voire nocive car elle introduirait des distorsions dans l'économie qui freinerait l'ajustement par les marchés. Outre les effets de ces politiques budgétaires sur les incitations à travailler et à produire, les principaux arguments avancés par les détracteurs de la politique budgétaire ont trait à l'équivalence ricardienne, à l'ouverture des économies, et aux effets d'éviction [12]. Schématiquement, l'équivalence ricardienne pose qu'une politique budgétaire temporaire n'a pas d'effet sur la consommation et l'investissement, mais en a seulement sur l'épargne [13] ; l'ouverture des économies produit une fuite des dépenses, stimulées par la politique budgétaire, vers les biens et services étrangers, limitant l'efficacité nationale de la politique ; et la hausse des dépenses publiques, financées par endettement, produit une hausse de l'inflation et du taux d'intérêt de long terme.

Ces trois arguments ne sont pas valides en phase de récession et de crise financière. En premier lieu, le contre-argument à l'équivalence ricardienne, à savoir l'existence de ménages contraints dans leurs choix de consommation par leurs revenus présents (contrainte de liquidité), se renforce. En deuxième lieu, la grande symétrie du choc qui frappe les économies renforce l'efficacité de politiques budgétaires coordonnées : la coordination des réactions budgétaires à la crise en

11. Christina Romer (2009), qui dirige le Council of Economic Advisors de l'administration Obama, insiste sur ce point dans le cas américain : les États américains soumis à une règle de budget équilibré, contrairement à l'Etat fédéral, profitent des réallocations de dépenses en provenance de l'État fédéral pour ne pas avoir à augmenter les impôts ou à baisser leurs dépenses, ou s'y plient mais dans une moindre mesure qu'en l'absence de politique fédérale.
12. Voir Creel et Sterdyniak (1995, 1998) pour une critique des arguments critiques à l'encontre de la politique budgétaire et de son efficacité.
13. Les ménages épargnent en vue du remboursement inéluctable de la dette publique engendrée par la politique budgétaire expansionniste.

optimise l'efficacité, sans produire de fuites unilatérales vers tel ou tel partenaire commercial. En troisième lieu, le maintien de politiques monétaires expansionnistes et les assouplissements quantitatifs temporaires permettent d'éviter que l'envol des dettes publiques produise une hausse des taux d'intérêt de long terme. En tout état de cause, en phase de récession et de crise financière, les États se substituent aux entreprises privées sur les marchés financiers : l'encours global de dettes, publiques et privées, n'augmentent pas et les taux n'ont donc pas de raison d'augmenter.

Il reste à rappeler que l'utilisation de la politique budgétaire est contrainte par l'état initial des finances publiques et par la crédibilité des gouvernements à mener des politiques adaptées aux circonstances, donc susceptibles d'être modifiées si les circonstances étaient elles-mêmes modifiées.

Schématiquement, la politique budgétaire agit à travers deux instruments. Comme leur nom l'indique, les stabilisateurs automatiques jouent automatiquement au moment du ralentissement. Ils réduisent spontanément le risque de récession quand l'économie ralentit et en atténue l'ampleur lorsque la récession est avérée, car la croissance plus lente des impôts issus des revenus et de la production pèse sur les recettes de l'État tandis que les dépenses liées aux allocations chômage et autres transferts sociaux augmentent. Ces stabilisateurs permettent de soutenir la demande effective en compensant la faiblesse de l'économie. Aux États-Unis, les stabilisateurs automatiques auraient ainsi creusé le déficit de 1 à 2,5 % du PIB depuis 1968 lors de chaque phase de récession (CBO, 2008). Leurs avantages résident dans le fait qu'il n'y a ni décalage dans la décision, puisqu'ils sont automatiques, ni délais d'application. Leurs propriétés contra-cycliques varient cependant selon la taille des transferts (étendue et niveau des allocations chômage, ...), et la progressivité des impôts.

Pour autant, dans des économies développées qui ont progressivement réformé leurs économies dans une veine libérale, le poids des stabilisateurs automatiques a eu tendance à décroître (Creel et Saraceno, 2009). La perte d'efficacité des stabilisateurs automatiques qui en découle pour soutenir fortement l'économie requiert que l'Etat accompagne ces mesures de plans de relance, *i.e.* de politiques discrétionnaires – second instrument à la disposition des États.

Le FMI (Spilimbergo *et al.*, 2009) insiste cependant sur les délais longs des prises de décision des politiques discrétionnaires, soit en moyenne deux trimestres après le retournement, et trois trimestres si des dépenses en investissement sont lancées. En outre, nombre de mesures discrétionnaires ne correspondent pas à une politique contra-cyclique. Tel peut être le cas des baisses d'impôts, intervenues trop tardivement ou pérennisées au-delà de la période adéquate [14].

14. Selon Gravelle *et al.* (2009), la plupart des mesures budgétaires introduites pour contrer une récession ont été votés après la fin desdites récessions. On objectera que certaines mesures budgétaires peuvent être appliquées immédiatement, par décret et sans vote par le Parlement. La hausse des prestations sociales en France entre dans cette catégorie.

Ainsi, pour être efficace et toujours selon le FMI, un plan de relance doit s'appuyer sur des mesures prises à temps, temporaires, et ciblés (*timely, temporary, targeted, 3T*).

— *Timing* : Cette condition suppose d'anticiper l'ampleur du ralentissement à venir, de réduire les délais de reconnaissance du ralentissement et de mise en œuvre des mesures. Ainsi, la plupart des études soulignent-elles le retard des politiques budgétaires discrétionnaires mises en œuvre dans les années 1960 et 1970, du fait notamment des hauts niveaux d'inflation, et leur impact plutôt déstabilisant sur l'économie. Une des propositions formulées par le CBO est d'inclure dans la législation, des indicateurs de crise qui permettraient de déclencher *automatiquement* un programme de soutien budgétaire ;

— *Relance temporaire* : les mesures doivent rester temporaires pour inciter les bénéficiaires à agir pendant la période d'application. Elles soutiennent la demande, soit en raison des dépenses financées par le surcroît de revenus qu'elles produisent (hausse des transferts), soit en raison des effets directs pour les ménages et les entreprises (baisse de la TVA pendant une certaine période). Dans ce dernier cas, les dépenses, qui étaient déjà prévues, sont avancées et, à celles-ci, s'ajoutent de nouvelles dépenses quand l'effet revenu joue. Si les mesures étaient maintenues, l'objectif contracyclique de la relance serait détourné au profit d'une logique procyclique puisque le soutien à la demande perdurerait pendant la phase de croissance. De plus, les effets à long terme des plans de relance sur les finances publiques pourraient conduire à créer un déséquilibre insoutenable, dans le cas où les nouvelles dépenses ou nouvelles baisses d'impôts seraient transformées en mesures permanentes. L'intérêt d'une relance provisoire réside aussi dans l'effet d'aubaine lui aussi provisoire qu'elle peut produire : une baisse temporaire de la TVA doit avoir pour effet de relancer au plus vite la consommation, à condition bien sûr que la baisse du taux ait été répercutée dans les prix.

— *Relance ciblée* : la plupart des études sur les baisses temporaires d'impôts concluent à un faible impact sur la consommation des ménages. Les ménages non contraints par la liquidité épargnent généralement ces baisses d'impôts. Il est donc crucial de bien choisir les populations qui bénéficient des réductions fiscales et des hausses de transferts. Enfin, les aides ciblées sur des industries (secteur automobile) doivent être utilisées avec parcimonie et précaution car elles peuvent entraîner des mesures protectionnistes de rétorsion de la part des autres pays.

Le tableau 1 synthétise l'annexe 1 de Spilimbergo *et al.* (2009) et récapitule les avantages et les inconvénients des différentes mesures de relance possibles en distinguant, autant que possible, leurs différentes propriétés d'efficacité selon cette règle des 3T.

Néanmoins, le multiplicateur, associé à chacune des mesures prises, reste difficile à mesurer. Concernant les mesures de redistribution au bénéfice des ménages et des entreprises, l'impact dépend de la part du revenu supplémentaire consommé ou investi. En période de forte incertitude, le plan de relance peut avoir des effets mitigés puisque les agents hésitent à dépenser (les multiplicateurs peuvent être inférieurs à 1). De même, l'impact d'une politique de relance budgétaire dépendra de la part des biens produits localement dans l'accroissement de la demande. Dans une économie ouverte, l'impact du plan de relance pourra être ainsi bénéfique aux partenaires commerciaux. Pour autant, par effet de retour et si ces pays sont aussi importateurs, un cercle vertueux peut s'enclencher, renforçant alors le multiplicateur budgétaire dynamique.

Afin d'avoir un ordre d'idée de l'impact des mesures à 1 an sur le PIB américain, on peut se reporter aux résultats de Zanki (2008), (tableau 2). Le tableau 3 présente une comparaison internationale des valeurs des multiplicateurs de dépenses, de solde primaire ou d'investissement public, que l'on trouve dans les travaux empiriques à base de SVAR (modélisation à base de vecteur auto-régressif structurel), méthode d'estimation la plus courante dans la littérature récente. Hormis Perotti (2004), tous ces travaux concluent à des multiplicateurs budgétaires conformes aux prédictions keynésiennes, c'est-à-dire supérieurs à l'unité. Ils témoignent de l'efficacité, à court, voire à long terme, des politiques de relance. Blanchard et Perotti (2002) ont procédé à des calculs de multiplicateurs budgétaires lors d'épisodes temporaires de relance aux États-Unis (la baisse d'impôts intervenue en 1975, par exemple) et ont conclu à un multiplicateur fiscal proche de l'unité.

Pour finir, on notera que le plan de relance Obama (*American Recovery and Reinvestment Act*, 2009) a été réalisé sur la base d'un multiplicateur de 1 sur les impôts et de 1,6 sur les dépenses (Romer, 2009). Contrairement aux 3T, Christina Romer promeut un plan de relance dispersé plutôt que ciblé, et durable plutôt que temporaire. Selon elle, la dispersion permet d'éviter que des dépenses massives sur un projet ciblé induisent des rendements décroissants, tandis que la relance durable permettra de faire face à une récession elle aussi durable. En outre, la dimension de long terme ne doit pas être monopolisée par la question du financement des dépenses. Un impact réel à long terme des dépenses engagées est possible [15]. Dans une situation où la crise économique n'est pas conjoncturelle, une réponse budgétaire structurelle doit être apportée : la volonté de nombreux États de relancer les investissements publics y participe.

15. « (…) there are important areas where additional (public) investment is very likely to have substantial payoffs. (…) These investments will not only help mitigate the downturn in the short run and help spur recovering the medium run, but will also make the economy more productive in the long run » (C. Romer, 2009, p. 9)

Tableau 1 : Mesures de relance, avantages et inconvénients

Mesures	Avantages	Inconvénients
Dépenses d'investissement	Effets positifs à court terme sur la demande et à long terme sur l'offre	Généralement longues à mettre en œuvre
Versements de transferts ciblés (hausse/extension de la durée des alloc.-chômage, hausse du nombre d'ayant droits) ; hausse des aides en nature ou monétaires vers les ménages à bas revenus (baisse du seuil de soutien ou hausse des aides)	Rapidement mis en œuvre car réseaux de sécurité sociale déjà existants. Destinés aux plus nécessiteux, qui ont une propension marginale à consommer élevée.	Effets potentiellement indésirables sur le marché du travail (baisse de l'incitation au travail). Peuvent être perçus comme des mesures durables, donc difficilement réversibles. Peuvent dépendre de caractéristiques institutionnelles (aux États-Unis, les États décident des critères d'accessibilité aux programmes sociaux).
Baisse temporaire des taxes à la consommation (TVA, ...)	Hausse du pouvoir d'achat du revenu des ménages. Encourage la consommation courante par rapport à la consommation future.	Moins bien ciblée que d'autres mesures (transferts). Incertitude à propos de la transmission dans les prix à la consommation (effet de marge). En situation de perte de confiance, peut être insuffisante pour stimuler la consommation
Baisses d'impôts ciblées et forfaitaires et hausse temporaire des crédits d'impôts sur le revenu (EITC, prime pour l'emploi)	Bien ciblées sur les ménages à faibles revenus et ceux contraints financièrement. Mise en œuvre rapide. Temporaire.	Inefficace si préférence à l'épargne (épargne de précaution ou contrainte de désendettement)
Baisses temporaires des cotisations à l'assurance chômage, ou des cotisations retraites	Hausse de la demande de travail Rapide à mettre en œuvre Temporaire	Inefficace si autres considérations (mauvaises perspectives économiques, lourdeurs des prises de décisions, etc.) Risque qu'elles soient comprises comme non temporaires, d'où mise en péril de l'assurance sociale
Relâchement des règles sur l'acquisition des pertes d'impôt de banques et d'entreprises en difficulté	Incitations à ce que les entreprises en mauvaises santé fusionnent avec celles en bonne santé. Traitement asymétrique entre pertes et profits. Ciblé pour restaurer la confiance. Aide à assurer meilleure gestion des entreprises non rentables.	L'entreprise en difficulté peut être liquidée juste après la fusion Distorsion
Exemptions/amnistie pour les entreprises en difficulté	Soutien indirect à l'emploi	Distorsion. Injuste au plan international (risque de représailles).
Extension des reports en arrière des bénéfices	Amélioration de trésorerie.	Inefficace sur la demande agrégée. Hausse des distorsions
Modification fiscale (hausse des tarifs douaniers, ...)	Soutien indirect à l'emploi. Hausses de recettes fiscales.	Hausse des distorsions Inefficace (moindre commerce international en cas de crise mondiale ; risque de représailles).

Source : FMI.

Tableau 2 : Multiplicateurs de finances publiques aux États-Unis

Crédits d'impôts	
Rabais fiscal forfaitaire	1,02
Baisses d'impôts temporaires	
Exonération des cotisations sociales	1,29
Baisse d'impôt uniforme	1,03
Dépréciation accélérée	0,27
Baisses d'impôts permanentes	
Baisse du taux sur les sociétés	0,30
Hausses des dépenses	
Extension des allocations chômage	1,64
Hausse temporaire des bons alimentaires	1,73
Soutien aux États	1,36
Hausse des dépenses d'infrastructure	1,59

Source : Zanki (2008).

Tableau 3 : De quelques multiplicateurs budgétaires dans la littérature VAR récente

	Pays	Multiplicateur de…		
Blanchard et Perotti (2002)	États-Unis	dépenses	= [0,9; 1,3]	(court terme)
Perotti (2004)	États-Unis	dépenses	= [0,1;0,7] = [-1,3;1,0]	(court terme) (long terme)
	Allemagne	dépenses	= [0,8;1,3] = [-0,7;1,1]	(court terme) (long terme)
	Royaum-Uni	dépenses	= [-0,2;0,5] = [-1,1;0,8]	(court terme) (long terme)
	Canada	dépenses	= [0,1;0,6] = [-2.2;0,9]	(court terme) (long terme)
	Australie	dépenses	= [0,0;0,6] = [0,2;0,6]	(court terme) (long terme)
Biau et Girard (2005)	France	dépenses	= 1,4 = 1,8	(court terme) (long terme)
Giordano *et al.* (2006)	Italie	dépenses	= 1,7	(court terme)
Creel *et al.* (2007a)	France	solde primaire	= 0,8 = 2,0	(court terme) (long terme)
Creel *et al.* (2007b)	Royaume-Uni	inv. public	= 3,1	(long terme)

3. Les leçons du passé

La recrudescence des crises financières depuis l'effondrement du système de *Bretton-Woods* (Bordo *et al.*, 2001) a donné lieu à la mise en œuvre de multiples stratégies de sortie de crise. Malgré ces expériences, il est difficile de proposer une feuille de route simple, claire et indiscutable. De fait, il n'existe pas de stratégie optimale. D'une part, la solution procède nécessairement d'un arbitrage complexe entre les risques d'effondrement du système financier et les coûts en termes budgétaires ou d'aléa moral. D'autre part, l'histoire des crises financières montre que non seulement le contexte et le déroulement de la crise ont des incidences sur les stratégies à suivre mais également que les pays ont bien souvent eu recours à un panier de mesures plutôt qu'à une stratégie unique et clairement identifiée. Partant des quatre crises étudiées précédemment, nous développons une réflexion sur les stratégies suivies soulignant les échecs et les réussites.

3.1. Retour sur quelques crises : les tops et les flops des stratégies de sortie

La crise de 1929 a marqué les esprits par l'effondrement du système financier américain et les nombreuses faillites bancaires, résultant à la fois d'effets de contagion entre banques et des nombreuses ruées sur les dépôts. Mais aussi, elle a jeté les bases d'une nouvelle approche de l'économie marquée par une politique interventionniste à travers le programme du New Deal mené entre 1933 et 1938. Dans le domaine bancaire, la première grande mesure s'est faite à travers le vote de *l'Emergency Banking Act* qui imposa la fermeture des banques insolvables pendant plusieurs jours afin de stopper les retraits massifs des dépôts par les épargnants et contrôler et recapitaliser si besoin les banques pour restaurer la confiance. Les grandes réformes structurelles sont posées à travers les *Glass Steagall Act* de 1932 et de 1933, suivis du *Banking Act* de 1935 : scission entre les activités des banques de dépôts (*commercial banking*) et d'investissement (*investment banking*) pour enrayer notamment la spéculation, création du *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) chargé de garantir des dépôts dans les banques commerciales à hauteur de 5 000 dollars à partir de 1935, renforcement du pouvoir des autorités pour une meilleure régulation et supervision des activités bancaires et de crédits. Dans le secteur du logement, de nouvelles lois sont adoptées pour améliorer la réglementation sur le crédit hypothécaire. La commission de contrôle et de surveillance des marchés financiers *Securities and Standard Commission* (SEC) est créée en 1934 pour mettre un terme aux abus des sociétés et garantir davantage de transparence sur les marchés financiers.

Globalement, les enseignements à tirer de cette période en matière de sortie de crise sont que le manque de réactions des autorités jusqu'à l'arrivée au pouvoir de F. D. Roosevelt en 1932 a sans aucun doute amplifié la crise de défiance et favorisé l'effondrement du système bancaire et du crédit. Néanmoins, malgré l'ampleur des réformes entreprises à partir de 1933 pour stopper la déroute financière, assurer la stabilité du système et relancer l'économie, les années qui ont suivi sont marquées par la Grande Dépression. Pour autant, ce sont bien ces réformes qui ont mis un

terme à la récurrence des crises bancaires et stabilisé le système au cours des décennies suivantes.

Pour le Japon, s'il n'est pas vraiment question d'immobilisme, force est de constater que la crise s'est caractérisée par une détérioration lente et progressive de la situation dont les autorités ont tardé à prendre la mesure. Il est vrai cependant que de 1991 à 1995, le Japon n'a pas connu de faillite bancaire majeure évitant de fait le risque systémique. L'éclatement des bulles immobilière et boursière a certes fragilisé les bilans bancaires, mais les normes comptables en vigueur à l'époque (valorisation des actifs au prix d'acquisition) ne laissaient pas apparaître de situation d'insolvabilité au sein des établissements financiers. Par ailleurs, une grande opacité sur les encours de prêts douteux dans les différentes institutions financières a longtemps facilité l'attentisme des autorités et des banques. Ainsi, le manque de transparence des institutions financières leur a permis de différer l'assainissement de leurs comptes sans subir de sanction du marché ou des déposants. Les institutions financières ont fait le pari que la reprise économique inverserait le cours des marchés boursier et immobilier, permettant un apurement indolore des bilans, sans effort de restructuration ou d'amélioration intrinsèque de leur rentabilité. Les banques ont de fait continué à accumuler des prêts non performants à leur actif. Elles ont profité de la création d'une structure de cantonnement privée en 1992 – la *Cooperative Credit Purchasing Company* (CCPC) – pour externaliser des créances douteuses en contrepartie d'une déduction fiscale. Si l'incitation fiscale a bien fonctionné, elle n'a pas permis de réduire significativement le stock de créances douteuses car les banques ont utilisé les liquidités dégagées par la revente pour accorder de nouveaux prêts à des entreprises « amies » en difficulté. Cette première approche totalement décentralisée n'a pas résolu le problème crucial du manque de fonds propres des établissements (Calomiris, Klingebiel et Laeven, 2004).

Dans ces conditions, la santé du système financier s'est logiquement dégradée entre 1994 et 1998. Les premières faillites interviennent fin 1994. Progressivement, les déposants prennent conscience de l'état déplorable de leurs établissements de crédits, causant les premières paniques bancaires. La crise asiatique, qui éclate en 1997, vient porter le coup de grâce à un système financier exsangue. Quatre établissements majeurs sont mis en faillite et le marché interbancaire est complètement paralysé. Les solutions trop progressivement mises en œuvre se révèlent toujours insuffisantes. L'intervention publique reste timide, malgré la création de la *Housing Loan and Administration Corporation* (HLAC) en 1996, financée à parts égales entre les secteurs public et privé. Cette structure de défaisance était destinée à faire face aux problèmes des *jusen*, établissements de crédits non bancaires spécialisés dans l'immobilier. De fait, malgré un engagement financier de 680 milliards de yens (6,8 milliards de dollars), couvrant 10 % des pertes des *jusen*, le gouvernement tarde toujours à prendre l'entière mesure des problèmes qui dépassent le secteur immobilier et touchent l'ensemble de l'actif du système bancaire.

Il faut attendre 1998 pour que le gouvernement engage des actions massives en faveur du système bancaire. Cette phase est marquée par la création d'une nouvelle instance chargée de la supervision bancaire la *Financial Supervisory Authority* (FSA) qui limite le pouvoir du ministère des Finances en ce domaine. Les premières nationalisations interviennent en octobre *Long Term Credit Bank* (LTCB) et en décembre (Nippon Credit Bank). Les établissements sont restructurés, les dirigeants de la LTCB sont mis à pied et ses actionnaires sont sommés de couvrir les pertes. Les créances douteuses sont transférées vers une nouvelle structure de cantonnement créée par la loi d'octobre 1998 : la *Resolution and Collection Corporation* (RCC), née de la fusion de la RCB [16] et de la HLAC. À la différence des précédentes, la RCC a la possibilité de racheter des créances douteuses à des institutions « saines » en plus de gérer les créances des institutions défaillantes. Malgré ces efforts, l'amélioration des ratios de capital des banques n'a été que passagère (Calomiris *et al.* 2004), faute d'incitations pour les banques à adopter un comportement plus prudent. Ce plan n'a pas permis non plus d'inverser la contraction du crédit : le ratio crédit privé sur PIB est passé de 203 % en 1996 à 176 % en 2002. L'opération d'assainissement se termine entre 2003 et 2007 avec la création d'une ultime structure de cantonnement, la *Industrial Revitalization Corporation of Japan* (IRJC). Cette fois l'engagement de l'État est réel : la IRJC est entièrement financée par des fonds publics et ses dettes sont garanties par l'État. En outre, le nouveau Premier ministre Junichiro Koizumi donne l'impulsion pour que la FSA force les grandes banques à résorber leurs créances douteuses et à couper leurs liens avec les entreprises « amies » incapables de payer leurs dettes. Les résultats sont spectaculaires : de 9 % fin 2001, les prêts non performants des grandes banques tombent à 1,8 % du total des crédits bancaires en mars 2006. En 2006, le risque systémique a disparu mais la rentabilité d'exploitation des banques reste en-dessous des attentes.

De par la multiplicité des stratégies suivies, la crise japonaise est riche d'enseignements. Elle montre qu'il est illusoire d'espérer que les problèmes pourront se résoudre spontanément. Elle illustre les limites des solutions privées ; les acteurs privés se montrant peu disposés à absorber de lourdes pertes dès lors que la crise est systémique. Le corolaire est que les engagements publics doivent être à la hauteur du problème. De fait, les structures initialement mises en place n'ont pas été dotées des ressources suffisantes pour prendre en charge un stock de créances douteuses estimées *ex post* à 19 % du PIB. Enfin, elles n'ont longtemps servi que « d'entrepôts » à créances douteuses, la restructuration des prêts n'ayant véritablement commencé qu'en 2001-2002. Le rachat des créances douteuses s'est fait à un prix très déprécié, ce qui n'a pas permis aux banques de rétablir leur ratio de capital. Même si le transfert des prêts non performants permettait un apurement au moins temporaire de leur bilan, les banques sont restées largement sous-capitalisées

16. Resolution and Collection Bank qui avait repris les activités de la Tokyo Kyodo Bank, qui elle-même gérait les activités de l'activité d'établissement précédemment mis en faillite.

(Hoshi et Kashyap, 2008). Il a fallu attendre un changement profond dans le comportement des banques pour que le problème des prêts non performants soit résolu : ce n'est que lorsque celles-ci ont accepté de couper les liens avec leurs débiteurs insolvables que leurs bilans se sont durablement améliorés.

Dans un premier temps, la résolution de la crise des Caisses d'épargne américaines a été également laissée au marché. Comme au Japon, les banques ont espéré que l'amélioration de la situation économique et financière aboutirait à un assainissement spontané de la situation, d'autant plus que dans le même temps, l'assouplissement de la réglementation sur les fonds propres permettait de masquer les problèmes de sous capitalisation des établissements et retardait les restructurations nécessaires. De fait, les problèmes se sont aggravés quand les caisses d'épargne ont investi dans des projets de plus en plus risqués ce qui a accéléré les faillites. Ce n'est qu'à partir de 1989, soit 10 ans après le début de la crise, qu'un plan global destiné à restaurer la stabilité du système financier a été lancé. Le plan de sauvetage annoncé en février 1989 prévoyait en particulier l'abolition du FSLIC, la création de deux autorités de régulation des banques fédérales spécialisées dans le crédit hypothécaire *Federal Housing Finance Board* (FHFB) et des Caisses d'épargne *Office of Thrifts Supervision* (OTS) et surtout la création de la *Resolution Trust Corporation* (RTC), structure de cantonnement détenue par l'Etat et destinée à restructurer les actifs des Caisses d'épargne en faillite [17]. Le RTC a ainsi restructuré près de 8,5 % de l'actif total du système financier dont près de la moitié concernait des créances liées à l'immobilier et au marché hypothécaire. L'existence d'un cadre juridique adapté et de marchés financiers profonds ont permis de liquider efficacement les actifs. Au final, la crise fut efficacement traitée mais au prix d'un coût budgétaire élevé, estimé à 124 milliards de dollars (2,4 % du PIB de 1989), et qui aurait été sans aucun doute largement atténué si la gestion de la crise avait été plus précoce.

La rapidité de réaction est précisément le trait marquant de la résolution des crises bancaires des pays scandinaves. Les stratégies mises en œuvre ne furent pas en tout point similaires (Drees et Pazarbasioglu, 1998), elles se ressemblent dans l'interventionnisme dont ont fait preuve les trois gouvernements. La Norvège a privilégié la recapitalisation ou les prêts publics par le biais de deux fonds publics spécifiquement créés. Les aides apportées ont été conditionnées à la mise en œuvre de plans de réductions des coûts. La Suède et la Finlande ont plutôt choisi la voie des structures de cantonnement, après avoir nationalisé les établissements en situation d'insolvabilité. En Suède, les premières craintes sur la solvabilité de deux établissements sont apparues à l'automne 1991. Dès le printemps 1992, le gouvernement nationalise la banque Nordbanken, la Gota Bank le sera en décembre. Les actifs non performants de ces deux entités ont été ensuite transférés vers deux fonds de défaisance, *Securum* (pour Nordbanken) et *Retrieva* (pour Gota Bank), créés respectivement en novembre et décembre 1992. Ces deux structures

17. Voir notamment Klingebiel (2000) sur la question précise des structures de cantonnement.

seront ensuite fusionnées. Les créances transférées [18] représentent 4,4 % et 3 % du total des actifs des deux banques et sont rapidement liquidées. L'homogénéité du portefeuille d'actifs, constitué essentiellement de créances liées au marché immobilier (80 %), et l'efficacité des procédures institutionnelles de recouvrement ont permis de nettement réduire le coût de la résolution de la crise. Avant d'être revendus au secteur privé, les deux établissements nationalisés ont été restructurés et le management remplacé. Au total, le coût des opérations de sauvetage est estimé à 3,6 % du PIB (Sandal, 2004), mais la cession ultérieure des participations dans les banques et la liquidation des actifs a permis de recouvrer presque l'intégralité des fonds engagés puisque le coût net est estimé à 0,2 point de PIB. La stratégie finlandaise est très proche de celle suivie en Suède. Le gouvernement prend le contrôle des établissements plus touchés, organise la restructuration du paysage bancaire ainsi que le transfert des actifs non performants vers un fonds de défaisance. Néanmoins, l'hétérogénéité des actifs transférés et les tergiversations politiques sur l'adoption et la mise en œuvre du plan de sauvetage [19] ont probablement contribué à alourdir le coût de la crise.

3.2. Retour sur la crise actuelle : quelles leçons pour les plans de sauvetage du secteur financier mis en œuvre ?

L'expérience de la Grande Dépression a montré que les coûts sociaux de l'effondrement du système bancaire sont trop élevés pour que la faillite constitue une stratégie de sortie. La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a rappelé que le système financier pouvait difficilement absorber ce type de choc. S'il est aujourd'hui rarement question de ruées des déposants [20], c'est sur le marché interbancaire que la panique a eu lieu avec une crise de liquidité qui a obligé les banques centrales à intervenir massivement jouant leur rôle de prêteur en dernier ressort. Les mises en faillite ne sont évidemment pas à proscrire. Elles sont un outil nécessaire de sanction des erreurs de gestion. Mais elles ne peuvent se faire que dans un cadre qui protège les déposants et en s'assurant qu'elles ne créent pas de risque systémique.

On a vu également que les solutions privées trouvaient rapidement leurs limites lorsque la crise est systémique. Ces solutions, qu'elles soient totalement décentralisées ou assistées par le gouvernement, représentent souvent la première voie envisagée. Ainsi la banque britannique Barclays a sollicité ses actionnaires de références – China Development Bank et Temasek – dans le cadre d'une opération d'augmentation de capital en juin 2008, tandis que les activités de la banque Bradford & Bingley ont été rachetées par la banque espagnole Banco Santander. Ce type de mesure présente l'avantage de ne pas faire porter le coût de la recapitalisation

18. A leur valeur comptable.
19. Bäckström (1997) souligne que le consensus politique sur la stratégie mise en œuvre fut un facteur clé de la réussite suédoise.
20. Les ruées sur les guichets de la Northern Rock en octobre 2007 ont cependant rappelé que la panique pouvait rapidement gagner les déposants.

aux contribuables. Mais ces opérations se sont vite avérées insuffisantes. Dès lors que la solvabilité de nombreux établissements est menacée, la confiance s'érode et les investisseurs privés disposés à absorber des pertes incertaines se font de plus en plus rares. L'intervention publique s'avère donc indispensable. Les expériences japonaise et américaine au cours des décennies 1980 et 1990 ont montré que ces interventions devaient être rapides. Nier les problèmes dans l'espoir qu'ils se résorbent d'eux-mêmes amène plutôt à reculer pour devoir sauter une haie plus haute ensuite. Même si elles ont parfois tardé à prendre conscience de l'ampleur de la crise, les autorités européennes et américaines se sont montrées plus vigilantes. Les banques centrales ont dès le départ assuré la liquidité du système financier agissant même dans un souci évident de concertation. Au niveau budgétaire, les premières réponses se sont organisées dans la précipitation répondant à l'urgence de la situation, comme l'ont montré les épisodes de Northern Rock et des agences américaines Fannie Mae et Freddie Mac. Il a fallu ensuite attendre le dernier trimestre 2008 pour que s'engagent des discussions avancées dans chaque pays sur des stratégies globales de résolution de la crise.

Les développements précédents sur les expériences passées en matière de résolution des crises bancaires et financières fournissent quelques leçons sur la stratégie à mettre en œuvre ainsi que sur les conditions de réussite des plans de sauvetage :

Agir rapidement : la passivité des autorités japonaises pendant la décennie perdue et américaines au cours de la crise des caisses d'épargne est reconnue comme un facteur aggravant ces deux crises. De ce point de vue, les initiatives se sont multipliées en Europe comme aux États-Unis montrant que les autorités budgétaires n'étaient cette fois-ci pas disposées à laisser la situation se dégrader. Des opérations de garantie des dépôts ou des prêts interbancaires aux injections de fonds propres, la palette de solutions proposées est très large. Sans doute aurait-il été préférable de proposer plus rapidement une solution cohérente et globale, mais étant donné la complexité des actifs concernés et l'étroite imbrication des problèmes de liquidité et de solvabilité, il était difficile de prendre la mesure de l'ampleur de la crise et des solutions adaptées pour en sortir.

Recapitaliser : les échecs comme les réussites passées soulignent l'importance du besoin de fonds propres lors des crises bancaires. Dès l'instant que le problème dépasse la question de la liquidité temporaire, les établissements bancaires doivent récupérer suffisamment de fonds propres pour absorber les pertes. La dégradation des résultats des banques a été brutale et une large part des plans de sauvetage annoncés à partir d'octobre 2008 visait à satisfaire ce besoin de fonds propres sous différentes formes. Au Royaume-Uni, le gouvernement a annoncé un plan de 50 milliards de livres, qui lui permet de prendre des participations dans les groupes bancaires en difficulté. Ce faisant, deux banques ont été de fait nationalisées puisque le gouvernement détient, par le biais d'une société holding, 43 % du groupe Lloyds TSB et 70 % de Royal Bank of Scotland. Aux États-Unis, 125 milliards de dollars ont été alloués en faveur des neuf principales banques. L'injection de fonds propres

se fait sous forme d'actions préférentielles sans droits de votes. La France est également intervenue en faveur de ses banques par le biais de la Société de Prise de Participations de l'État (SPPE) afin de permettre aux principaux établissements de consolider leurs fonds propres. 10,5 milliards ont déjà été versés sous la forme de titres de dette subordonnés à durée indéterminée. Ainsi, le gouvernement ne rentre pas précisément dans le capital des entreprises aidées mais leur permet d'améliorer leur ratio de solvabilité. Il faut ajouter que les situations ne peuvent encore être considérées comme stabilisées. De nouvelles tranches peuvent être émises en France et la question d'une nationalisation complète de RBS et Lloyds TSB se pose au Royaume-Uni. Cet aspect constitue une limite potentielle de la stratégie de recapitalisation puisque le gouvernement peut être amené à intervenir de nouveau si les premières injections n'ont pas été suffisantes pour absorber l'apparition de nouvelles pertes.

Faut-il cantonner ? Un débat reste ouvert à propos du recours à des fonds de défaisance ou *bad banks*. Dans la première version du plan Paulson, il s'agissait principalement de lancer un programme de rachat des actifs toxiques en vue de les placer dans une structure de cantonnement. Toutefois, l'incapacité de fixer un prix « juste » à ces actifs a mis en lumière toutes les difficultés inhérentes à la création d'une structure de cantonnement. La nature même des actifs en cause actuellement rend la tâche ardue. Il faut en effet déterminer un prix de transfert qui, s'il est trop élevé constitue une subvention au système bancaire payée par les contribuables, et s'il est trop faible ne permet pas de soulager les banques. Ensuite, le fonds est chargé de liquider les actifs au meilleur prix. Néanmoins, la crise actuelle porte sur des actifs plus complexes que ceux traités dans des expériences précédentes (Klingebiel, 2000). Dans le cas suédois, souvent cité en exemple, les actifs transférés étaient en majorité liés au marché immobilier. Les actifs ont été rachetés à leur valeur comptable et le fonds de défaisance a ensuite directement traité avec le débiteur pour se faire payer ou récupérer le collatéral, qui pouvait ensuite être mis en vente. La situation actuelle présente des différences notables puisque les titres ont un lien très ténu avec la créance initiale. C'est le principe même de la titrisation qui conduit à mélanger les créances (immobilières, cartes de crédit, obligations, ...) au sein d'un actif. Il est donc exclu de remonter à la source de la créance dans l'espoir de récupérer un collatéral si le débiteur se trouve dans l'incapacité de régler sa dette. En outre, les montages juridiques sont aussi complexes que les montages financiers et les parties prenantes sont nombreuses (banque initiatrice du crédit, conduits de titrisation, réhausseur de crédit, assureur, investisseur final), chacun jouant un rôle dans la répartition des gains et surtout des pertes. Le cantonnement présenterait l'avantage d'isoler les actifs « toxiques » en espérant ainsi fixer définitivement les pertes de chaque établissement. Mais la cession des actifs dépendra *in fine* de la valeur « fondamentale » de l'actif et du retour de la liquidité sur les marchés de produits structurés. La stratégie proposée en mars 2009 par le Secrétaire d'Etat au Trésor américain, Geithner, écarte la solution de pur cantonnement dans une structure publique et privilégie un partenariat public/privé visant à racheter les actifs toxiques. Les investisseurs privés sont incités à acheter des actifs auprès des banques

en pouvant avancer uniquement 7,15 % de l'acquisition. Le Trésor intervient à part égale, le reste du financement pouvant être obtenu ou garanti par la Réserve fédérale et le FDIC. Cette stratégie devrait certes permettre de liquider les actifs du bilan des banques mais elle constitue également une subvention sans contrepartie au système financier en recréant artificiellement un marché pour les produits structurés. Le plan fait ainsi le pari que le problème principal est lié à la liquidité du marché et non à la valeur « fondamentale » des actifs. Si le prix des produits acquis par les investisseurs privés augmente, ils partageront le profit avec le Trésor, en bénéficiant au passage d'un effet de levier conséquent. Si la valeur « fondamentale » s'avère bien moindre, la perte des investisseurs privés sera limitée au 7,15 % apporté initialement et le coût du sauvetage des banques reviendra *in fine* aux contribuables, soit directement *via* le Trésor et surtout indirectement *via* la Réserve fédérale et le FDIC.

3.3. Plans de relance budgétaire et politiques monétaires au cours des crises passées

Les politiques mises en œuvre lors de la crise de 1929, alors sans précédent historique peuvent aujourd'hui être qualifiées d'inadéquates et de tardives En effet, par souci de faire jouer l'effet dit Pigou sur les encaisses réelles, la Réserve fédérale a longtemps mené une politique de restriction monétaire (*cf. supra*) qui a, à la fois, amplifié la crise et son impact sur l'octroi de crédits bancaires (Bernanke, 1983), et pesé sur les capacités budgétaires de l'Etat fédéral, soumis à une pression sur ses charges d'intérêt, donc sur ses marges de manœuvre. En outre, la loi Hawley-Smoot, promulguée en 1930 pour augmenter les droits de douane aux États-Unis, a dégénéré en représailles protectionnistes internationales qui ont nui au commerce mondial.

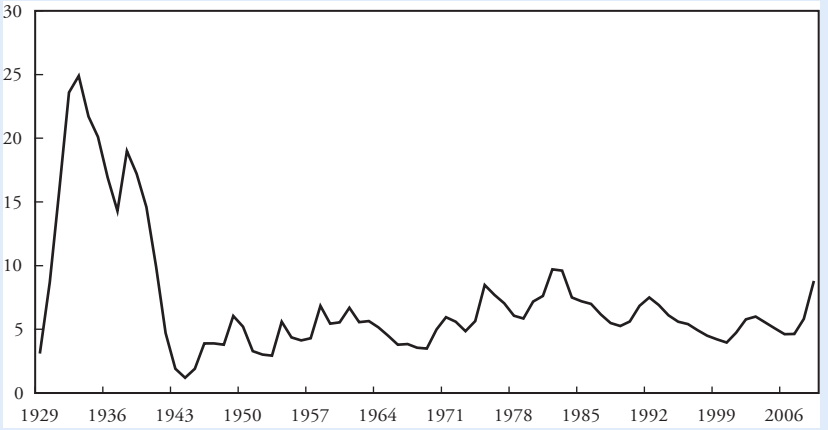
Il faudra attendre l'élection du Président Roosevelt pour qu'une intervention discrétionnaire et massive des pouvoirs publics permette à la fois d'assainir le système bancaire et relancer la demande.

Les différents *New Deal* mis en application par l'administration Roosevelt (1933, puis 1934-1938) vont imposer aux banques des critères minima de solvabilité, jugulant ainsi la prolifération des acteurs bancaires, une garantie sur les dépôts (jusqu'à 5 000 dollars), la création de la Securities and Exchange Commission chargée de superviser et de mieux réguler l'activité sur les marchés financiers et la sortie de l'étalon-or, qui permettra à l'économie américaine de procéder à une politique dite de *reflation*, *i.e.* une politique discrétionnaire de soutien à la croissance et à l'emploi, libérée des contraintes extérieures.

Pour juguler le chômage, qui atteindra au plus haut 25 % de la population active (graphique 4), une politique de grands travaux est mise en œuvre, tandis que les agriculteurs bénéficient d'indemnisations en échange d'une baisse de la production agricole, susceptible de renverser l'évolution des prix.

Graphique 4 : Taux de chômage aux États-Unis

En % de la population active

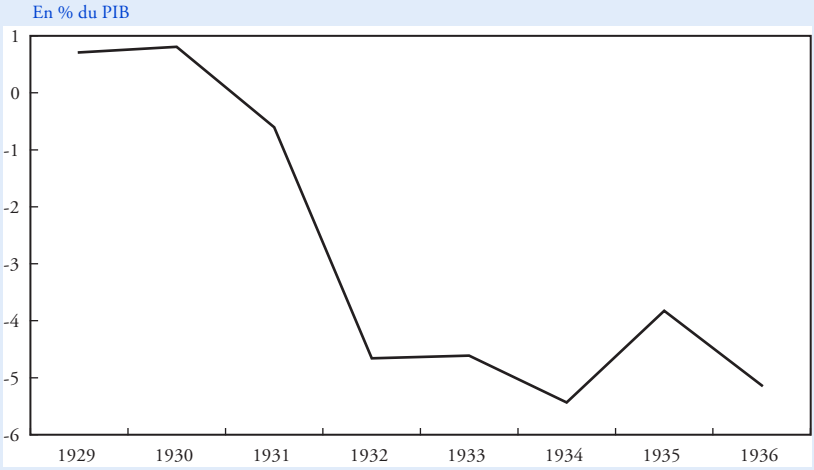


Source : BLS.

L'impact budgétaire de la politique de relance peut être évalué sur le graphique 5. À partir de 1931, soit avant les *New Deal*, les finances publiques entrent en déficit ; celui-ci plonge littéralement en 1932, pour atteindre près de 5 points de PIB. Les *New Deal* creusent ensuite un peu plus le déficit en 1934 et en 1936. Les impulsions budgétaires des années 1931 et 1932 sont de l'ordre de 3,5 milliards de dollars, soit l'équivalent de 50 milliards de dollars de 2008, soit encore une impulsion de 5 points de PIB. Elles se partagent alors (graphique 6) pour deux tiers en une baisse de recettes et pour le tiers restant en une hausse de dépenses ; cette baisse et cette hausse sont sans doute principalement automatiques. En 1934, puis en 1936, l'impulsion budgétaire positive est due aux dépenses budgétaires, pour un montant supplémentaire de 2 milliards de dollars, soit l'équivalent de 30 milliards de dollars de 2008. Compte tenu de l'impulsion négative de 1935, l'impulsion totale entre 1934 et 1936 est de l'ordre de 2 points de PIB seulement.

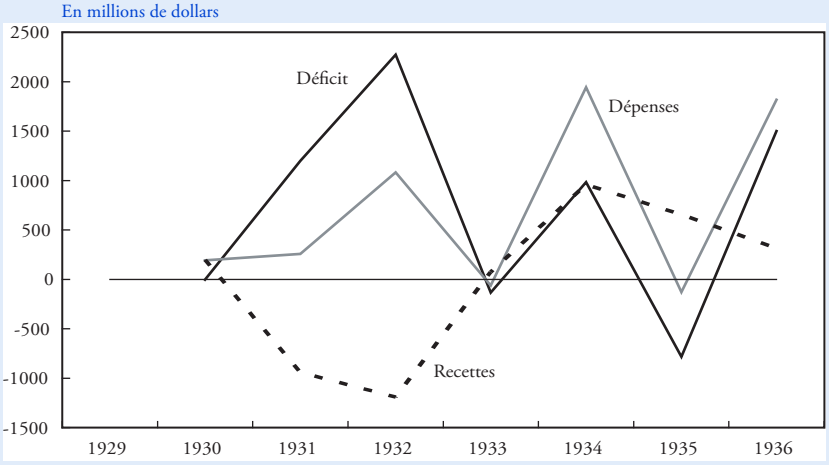
In fine, les impulsions budgétaires furent sans aucun doute bienvenues pour soutenir la demande. Pour autant, leur caractère tardif n'a pas permis à l'économie américaine de juguler le chômage de masse avant l'intervention américaine dans la Seconde Guerre mondiale. Une meilleure coordination entre politiques monétaire et budgétaire et un meilleur *timing* pour celle-ci aurait sans doute permis d'améliorer les performances économiques américaines. En outre, et contrairement aux prescriptions récentes du FMI (*3T, cf. supra*), le deuxième *New Deal* n'a pas produit une politique temporaire : à partir d'août 1935, avec l'adoption du *Social Security Act*, les bases de l'État-Providence sont posées, des systèmes de retraites, d'assurance-chômage et d'aides aux handicapés sont créés. La leçon qu'il faut tirer de cette stratégie américaine de sortie de la Grande Dépression est donc : des politiques budgétaires structurelles sont nécessaires et légitimes lorsque la crise persiste.

Graphique 5 : États-Unis – Solde public



Sources : Office of Management and Budget, calculs des auteurs.

Graphique 6 : États-Unis – Impulsions budgétaires



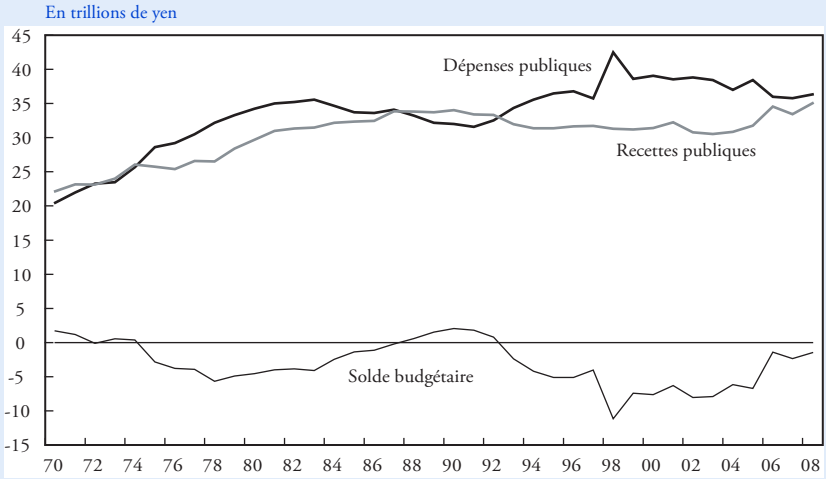
Sources : Office of Management and Budget, calculs des auteurs.

Les évaluations de la politique budgétaire japonaise des années 1990 ont fait l'objet de grands débats parmi les économistes. À première vue, étant donné l'ampleur des fonds engagés – qui s'élèvent officiellement en cumulé à 22 points de PIB entre 1992 et 1999 – et la longue stagnation qu'a connue l'économie japonaise, on serait tenté de conclure que l'efficacité de la relance keynésienne a été pour le

moins limitée. Une analyse plus détaillée montre que les autorités japonaises ont pratiqué une politique de « va-et-vient » en matière budgétaire, l'annonce de mesures expansionnistes étant souvent assortie d'une promesse de restriction future des finances publiques. Par ailleurs, les chiffres officiels étaient gonflés par des effets d'annonce et les plans de relance ne contenaient pas uniquement des mesures nouvelles. Par exemple, les deux premiers plans de relance (août 1992 et avril 1993) – essentiellement des travaux publics – ont représenté une dépense totale de 2 points de PIB au lieu des 5 annoncés. Le plan suivant, voté en novembre 1994, était le premier à comporter une baisse d'impôts sur le revenu pour une dépense estimée à 0,6 point de PIB. Mais cette baisse d'impôts ne devait être que temporaire et s'accompagnait d'un engagement à augmenter de 2 points le taux de TVA (de 3 % à 5 %) en 1997. En avril 1997, la TVA a effectivement été augmentée, en même temps que les cotisations sociales, et les impôts sur le revenu ont retrouvé leur niveau d'origine. Ce paquet fiscal représentait une augmentation de la charge d'imposition globale de 2 points de PIB. Entré en vigueur quelques mois avant l'éclatement de la crise asiatique, et concomitant avec l'aggravation de la crise bancaire, ce plan a été jugé *ex post* comme l'une des pires erreurs qu'aient commise les autorités japonaises dans la gestion de la crise. En 1998, le Japon plongea dans une profonde récession qui dura deux ans, suivi d'une période de déflation au cours de laquelle le déflateur du PIB a perdu près de 12 % entre 1999 et 2008. En avril et novembre 1998, le gouvernement annonça des plans de relance massifs comportant des baisses d'impôts à caractère permanent et des travaux publics pour un montant total de dépenses estimé à 4 points de PIB par le FMI. Un nouveau plan fut annoncé en novembre 1999 – estimé à 1,5 point de PIB – mais qui ne fut que partiellement mis en œuvre. Entre 1991 et 1999, la dette publique japonaise est passée de 65 % à près de 130 % du PIB. Cependant, la dégradation du ratio dette sur PIB est davantage imputable à une stagnation des recettes qu'à une hausse inconsidérée des dépenses publiques (graphique 7). La part de l'investissement public dans le total des dépenses a retrouvé en 1999 son niveau de 1991 (15 %) après un pic à 18 % en 1993. Elle a ensuite baissé constamment pour atteindre 8 % en 2008, alors que la dette publique s'élève aujourd'hui à plus de 180 % du PIB. Les recettes publiques ont stagné depuis 1992, à cause de la dégradation de l'environnement économique (baisse des profits, dégradation du marché du travail, etc.).

Kuttner et Posen (2001) estiment qu'on ne peut pas conclure à l'inefficacité des politiques de relance au Japon, mais que celles-ci n'ont pas été à la hauteur des enjeux. Trop axées sur les dépenses de construction, pas assez sur les aides directes aux ménages, trop tardives et ponctuées d'épisodes de restriction budgétaire, elles ne traduisaient pas un engagement suffisamment fort du gouvernement à sortir le pays du gouffre.

Graphique 7 : Japon – Dépenses, recettes et solde public

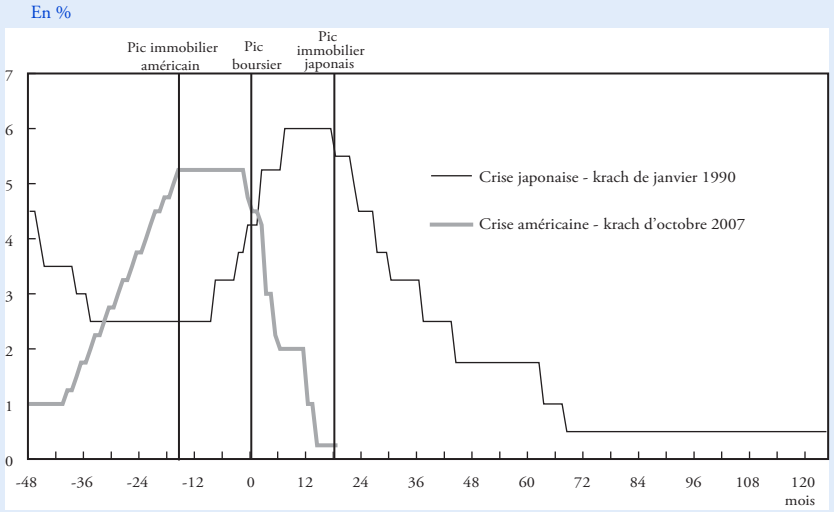


Source : OCDE, Perspectives économiques.

C'est aussi la lenteur et le manque de réactivité des autorités japonaises qui caractérise la conduite de la politique monétaire. Jusqu'en juin 1991, des taux élevés sont maintenus alors que les prix des actifs boursiers se sont retournés depuis 18 mois. Il faudra cinq ans à la Banque du Japon pour que le taux d'escompte passe de 6 % à 1 %. Les taux sont maintenus à 1,75 % toute l'année 1994 et jusqu'au premier trimestre de 1995, malgré la crise mexicaine et le tremblement de terre de Kobe en février. La hausse du yen qui en résulte, jusqu'à 79 yens par dollar en avril renforce les tendances déflationnistes. Ce n'est qu'en février 1999, soit 9 ans après le début de la crise que les taux d'intérêt sont portés à zéro. En appliquant une règle de Taylor basée sur le comportement passé de la Banque du Japon, il apparaît que les taux japonais auraient dû être proches de 0 % dès la mi-1993. Le graphique 8 fait apparaître clairement la lenteur de la réaction des autorités japonaises en comparaison à la Réserve fédérale des États-Unis pour la crise actuelle : il n'aura fallu que 13 mois à cette dernière pour faire passer son taux directeur de 5,25 % à 0,25 %.

Les politiques budgétaires mises en œuvre après les crises survenues dans les pays scandinaves semblent assez atypiques dans la situation actuelle qui a vu resurgir les préceptes keynésiens, mais correspondent au changement de paradigme intervenu au cours des années 1980 : après les politiques particulièrement expansionnistes de l'administration américaine Reagan, et en guise de politique d'accompagnement des désinflations compétitives, de nombreux pays ont opté pour des politiques d'assainissement budgétaire. Malgré le ralentissement de l'activité, les pays scandinaves ont poursuivi une telle stratégie, laissant au mieux jouer les stabilisateurs automatiques, dans des économies où ils étaient certes puissants.

Graphique 8 : Taux d'intérêt directeur américain et taux d'escompte japonais



Source : Datastream.

En Norvège, de 1985 à 1988, l'orientation de la politique budgétaire est plutôt restrictive. La récession de 1986 n'infléchit pas l'objectif de réaliser des efforts budgétaires. En fait, il faudra attendre que le chômage ait déjà augmenté pour que le gouvernement décide de mesures de soutien qui seront mises en œuvre en 1989 et 1990, de l'ordre respectif de 2,5 et 0,5 points de PIB. En Finlande et en Suède, aucune mesure spécifique n'a été adoptée pour soutenir l'activité. De fait, la forte dégradation observée des finances publiques résulte principalement de l'effet des stabilisateurs automatiques et du coût de sauvetage des banques. Assez rapidement, les gouvernements ont même souhaité assainir les finances publiques. Pour les deux pays la récession a duré 3 ans. Le soutien de l'économie est principalement venu des dépréciations du taux de change et de l'assouplissement des politiques monétaires permis par l'abandon du régime de changes fin 1992 (crises du SME).

3.4. Les politiques économiques à la rescousse : frapper vite et fort !

3.4.1. Plan Obama

Les plans de relance qui sont engagés pour contenir la crise économique actuelle semblent avoir tirés certaines leçons du passé ; rapidité dans la prise de décision et maintien de la vigilance des autorités sur la situation économique et financière. Aux États-Unis, un premier plan de relance de 168 milliards de dollars sur deux ans est voté le 13 février 2008. Les mesures visent principalement les ménages qui reçoivent un remboursement d'impôt d'un montant compris entre 300 et 600 dollars pour les célibataires et entre 600 et 1 200 dollars pour les couples mariés, auquel s'ajoutent

300 dollars par enfant à charge. Les entreprises bénéficient également de mesures exceptionnelles par le biais d'un amortissement fiscal accéléré et du relèvement du plafond de déductibilité des achats réalisés en 2008. Enfin, le plafond des prêts hypothécaires garantis par la Federal Housing Administration est relevé afin d'aider les ménages endettés en difficulté. Si ce *Stimulus Economic Act of 2008* a soutenu les ménages pendant quelques mois, l'impact a été limité dans le temps. Les remises d'impôts des ménages ont été en grande partie épargnées. Selon Feldstein (2009), alors qu'elle est estimée en moyenne à 0,7 sur la période 1980-2008, la propension marginale à consommer le rabais fiscal n'aurait été que de 0,13. Par ailleurs, l'investissement des entreprises a chuté aux troisième et quatrième trimestres 2008, en phase avec la demande finale.

Face au durcissement et à l'extension de la crise dans l'économie réelle, notamment après la faillite de Lehman Brother en septembre 2008, des mesures sont prises notamment dans le secteur de l'immobilier mais il faudra attendre la prise de fonction du nouveau président Barack Obama élu en novembre 2008 à la Maison Blanche pour qu'un grand coup soit tapé. Moins d'un après son arrivée, l'*American Recovery and Reinvestment Act of 2009* est adopté le 17 février 2009. Ce plan prévoit de débloquer 787 milliards de dollars (5,6 % du PIB) sur une période 2009-2019. Le plan est principalement concentré sur trois ans : l'impact sur le déficit budgétaire est évalué à 184 milliards de dollars sur l'année fiscale 2009, 399 milliards sur 2010 et 134 milliards sur 2011.

Ce plan est un mélange de mesures visant à la fois à soutenir la demande à court et moyen termes et à améliorer la qualité de l'offre à plus long terme. Il s'appuie sur trois grands axes qui reprennent les thèmes de la campagne d'Obama: soutien aux classes pauvres et moyennes, hausse de la couverture santé pour ceux qui en sont exclus, hausses des dépenses d'infrastructure, et création d'un fonds de stabilisation pour les États.

— Le coût des allègements fiscaux est estimé au total à 288 milliards de dollars. Les ménages bénéficieront d'un allègement de 232,4 milliards dont 116 milliards *via* le *Making Working Pay Tax Credit* sur 2009 (à compter du 1er juillet) et 2010, et 70 milliards *via* le relèvement du seuil d'exemption de *l'Alternative Minimum Tax* pendant 1 an. Le *Making Working Pay Tax Credit* devrait permettre un crédit d'impôt égal à 6,2 % des revenus imposables, avec un maximum à 400 dollars pour les contribuables célibataires (soit 30 dollars par quinzaine) et 800 dollars pour les couples mariés (60 dollars). Les droits baisseront de 2 % pour les revenus supérieurs à 75 000 dollars pour les célibataires (150 000 dollars pour les couples) et s'éteindront au-delà de 95 000 dollars (190 000 dollars respectivement). Contrairement au remboursement d'impôt du plan de 2008, la baisse se fera à la source et sera étalée dans le temps pour éviter que les gains ne soient épargnés.

— Les chômeurs bénéficieront d'une hausse et de l'extension de l'allocation chômage jusqu'au 31 décembre 2009 pour un montant total de 35,8 milliards de dollars.

— Les entreprises bénéficieront de 34,2 milliards de dollars d'allègements de charges, notamment en pouvant reporter leurs déficits antérieurs.

— Les dépenses de santé augmenteront 147 milliards de dollars, dont 86,6 milliards seront dirigés vers les États dans le cadre du programme *Medicaid* et 24,7 milliards pour fournir une assurance santé aux chômeurs par une prise en charge partielle des primes d'assurance.

— Les dépenses en infrastructure devraient atteindre 48 milliards dans les transports, et 72 milliards dans les services de l'État

— Enfin, les États devraient bénéficier de 53,6 milliards de dollars.

Le *Congressional Budget Office* (CBO) a évalué l'impact de ce plan. Deux hypothèses ont été faites sur les multiplicateurs des mesures. Dans l'hypothèse haute, le multiplicateur est de 2,5 sur les achats de biens et services faits par le gouvernement et les transferts aux États couvrant des dépenses d'infrastructure (1,9 pour les dépenses hors infrastructure), de 2,2 sur les transferts aux personnes, 1,7 sur les baisses d'impôts pour les classes moyennes et populaires et 0,5 sur le relèvement de l'AMT dont vont profiter les classes les plus aisées. Dans l'hypothèse basse, les multiplicateurs retenus sont compris entre 0,1 et 1. L'impact de *l'ARRA* sur le PIB varie donc sensiblement : 3,8 points sous l'hypothèse haute (1,4 point sous l'hypothèse basse) en 2009, 3,4 points (resp. 1,1) en 2010, 1,2 point en 2011 (resp. 0,4) en 2011. Le plan permet de faire baisser le chômage de 9 % selon le scénario de référence à 7,8 % dans l'hypothèse haute et 8,5 % dans l'hypothèse basse.

Sans savoir si ces plans seront suffisants pour relancer l'économie, il apparaît aujourd'hui que :

— le premier plan de relance a eu lieu avant la baisse du PIB américain du deuxième semestre 2008. Néanmoins, la récession telle qu'elle est datée par le NBER, a commencé effectivement en décembre 2007. Or, ce premier plan qui aura au final peu soutenu la demande (mais aidé financièrement les ménages) n'a été suivi d'un deuxième plan de relance qu'un an plus tard. Et celui-ci n'a pris effet au mieux qu'au deuxième trimestre 2009, soit 15 mois après l'entrée en récession.

— L'ampleur des plans est importante, même si des voix telles que celle de P. Krugman s'élèvent aujourd'hui pour souligner son insuffisance.

— Les délais institutionnels concernant l'adoption des plans ont été en février 2008 et février 2009 extrêmement courts. Ceci confirme le consensus politique autour de la nécessité d'un plan de relance de grande envergure.

— Si la plupart des mesures sont ciblées vers les ménages à faible revenu et des classes moyennes, il ressort que la contrainte de désendettement et l'incertitude prédominent sur les habitudes de consommation des ménages. La distribution de tickets alimentaires et la hausse des transferts sociaux restent malgré tout des mesures indispensables pour soutenir la demande et aider les plus démunis.

— Le volet investissements en infrastructure et aides aux administrations fédérales est important et induirait un effet multiplicateur supérieur à celui des autres types de mesures.

3.4.2. Plans de relance japonais

Malgré une situation budgétaire très dégradée et l'objectif du gouvernement (désormais hors d'atteinte) de retrouver l'équilibre de la balance primaire en 2011, le Japon affiche sa volonté d'utiliser la politique budgétaire pour relancer l'économie. Alors que les stabilisateurs automatiques sont faibles au Japon, l'adoption de mesures discrétionnaires est vitale en période de crise. Or le Japon est l'un des pays développés les plus touchés par la crise, avec un recul du PIB d'au moins 6 % attendu en 2009.

Le Japon a déjà annoncé quatre plans de relance depuis le début de la crise d'un montant global de 27 trillions de yens (206 milliards d'euros, 5 % du PIB). Le dernier en date, dévoilé le 10 avril 2009, prévoit un montant de dépenses supérieur aux trois précédents cumulés (15 trillions de yens). Le montant total de ces plans de relance atteint 130 trillons de yens (985 milliards d'euros, 26 % du PIB) si l'on inclut les mesures destinées à soutenir le système financier (injections de liquidités, garantie de l'Etat sur les prêts aux PME, etc.) qui ne donnent pas lieu à des dépenses effectives de la part du gouvernement.

Le plan a pour ambition de soutenir à la fois les entreprises et les ménages, principales victimes de la crise. Les mesures de soutien au marché de l'emploi devraient selon le gouvernement permettre de créer 400 à 500 000 emplois pour l'année fiscale 2009, qui débute au 1er avril. Une enveloppe de 3 trillions de yens (22 milliards d'euros) est destinée à aider les chômeurs à faire face à leurs dépenses en logement, à promouvoir le partage du travail par le biais de subventions aux entreprises et à créer des emplois au niveau régional. Des chèques aux ménages ont été distribués début 2009 pour un montant global de 2 trillions de yen (15 milliards d'euros). Enfin, le gouvernement espère relancer la consommation en débloquant l'épargne principalement détenues par les retraités au travers d'une réforme fiscale : les droits de succession seraient abaissés en cas de donation de son vivant.

Les entreprises souffrent à la fois d'une forte chute de la demande et de contraintes de liquidités. Pour leur faciliter l'accès au crédit, le gouvernement propose une garantie sur les prêts aux petites entreprises et étend les prêts aux grandes entreprises accordés par la Development Bank of Japan. Le dernier plan prévoit une enveloppe de 6 trillions de yen (45 milliards d'euros) à dépenser en trois ans. Il s'agit de mesures plus structurelles d'investissement dans les domaines de l'environnement (équiper de panneaux solaires les écoles et autres lieux publics, subventionner l'achat de véhicules propres), des infrastructures publiques (construction de périphériques autour des grandes villes), de la médecine et des gardes d'enfants. Un trillion de yens seraient aussi dépensés pour renforcer le système de protection sociale.

Ce plan très ambitieux est un pari risqué pour le gouvernement japonais, car il impliquerait un déficit budgétaire de 10 % du PIB en 2009 (année fiscale) et la dette atteindrait 196 % du PIB. Les nouvelles émissions de bons du Trésor passeraient de 26 trillions de yens en 2008 à 44 en 2009, un record historique. Les dépenses publiques en 2009 seraient ainsi principalement financées par emprunt, les recettes publiques pour 2009 étant estimées à 46 trillions de yens. Le spectre d'une nouvelle hausse de la TVA plane à nouveau sur l'économie nippone, même si le sujet reste tabou suite au désastre économique qui avait suivi la précédente hausse en 1997.

3.4.3. Plans de relance européens

Fin novembre 2008, les pays européens s'accordaient sur le principe d'un plan de relance à hauteur de 200 milliards d'euros (1,5 point du PIB de l'Union à 27) dont 30 milliards issus d'un financement de l'UE. La Commission laisse le soin à chaque pays de déterminer les modalités précises de l'orientation des plans au niveau national, précisant seulement que les objectifs doivent être d'agir pour stimuler la demande, renforcer la confiance des consommateurs et atténuer le coût humain du ralentissement en privilégiant les personnes les plus vulnérables.

Dans leur grande majorité [21], les pays européens ont respecté leurs engagements et se sont engagés dans la mise en œuvre de plans de relance ; il semble cependant que les montants avancés jusqu'ici ne soient pas à la hauteur. Étant donné la montée en charge progressive des différents programmes, les dépenses effectives, excluant les avances de trésorerie, engagées pour l'année 2009 sont estimées à 112,5 milliards d'euros au niveau européen par Saha et von Weizsäcker (2009), soit 0,9 point de PIB. Ainsi, le plan de relance français consacrera-t-il 11,4 milliards, soit 45 % du plan de 26 milliards d'euros, au soutien à la trésorerie des entreprises. Si ces mesures peuvent apporter un réel soutien à des entreprises en proie à des difficultés de trésorerie, elles n'apporteront qu'une stimulation modérée à l'activité.

Ensuite, si plans de relance il y a, force est de constater que les actions entreprises manquent de coordination. Alors que la France privilégie un soutien à l'investissement par le biais d'investissements publics à hauteur de 0,4 point de PIB (tableau 4), le Royaume-Uni a fait le choix d'une baisse de la TVA qui absorbera plus de 60 % des dépenses engagées. Le soutien à l'investissement sera sans aucun doute efficace, mais souffre cependant de longs délais de transmission, retardant ses effets bénéfiques en matière de stabilisation. Les délais de transmission des baisses de TVA sont de ce point de vue plus courts mais restent conditionnés par la répercussion de la baisse sur les prix. L'impact total sur la croissance de chaque dépendra de la composition des plans. Il serait plus faible comparativement en France et en Allemagne où les mesures de soutien à la trésorerie représentent une part plus importante des plans. Une plus forte coordination portant non seulement sur l'ampleur et la composition des plans auraient permis d'accroître leur efficacité puisque chaque pays aurait ainsi bénéficié du plan de relance de ses partenaires (OFCE, 2009).

21. L'Italie constituant une exception notable.

Tableau 4 : Les différents plans de relance européens

	France		Espagne		Allemagne		Italie		Royaume-Uni	
Milliards d'euros	Mds	% du PIB	Mds	% du PIB	Mds	% du PIB	Mds	% du PIB	Mds	% du PIB
Total investissement public	8,0	0,4	8,0	0,7	7,2	0,3	1,4	0,1	2,3	0,15
Soutien à la trésorerie des entreprises, collectivités, ménages	13,9	0,7	7,7	0,7	1,0	0,6	0,2	0,0		
Aide aux secteurs	2,0	0,1	3,0	0,3	nc	nc	nc	nc	0,7	0,05
Politiques de l'emploi et aides aux ménages	2,0	0,1	5,9	0,5	23,0	0,9	3,3	0,2	4,4	0,29
Suppression impôt sur le patrimoine			1,8	0,2						
Baisse de la TVA	–	–	–	–	–	–	–	–	11,5	0,8
Autres					4,8	0,2	1,5	0,1		
TOTAL	26,0	1,3	24,7	2,2	50,0	2,0	6,5	0,4	18,8	1,3

Source : OFCE (2008).

Conclusion

L'analyse des crises passées est riche d'enseignements quant aux stratégies à adopter et aux écueils à éviter pour éviter un effondrement du système financier et l'aggravation d'une crise au niveau mondial, sans précédent depuis celle de 1929.

Parmi ces enseignements, deux ont été retenus : la nécessité de stabiliser en priorité le secteur par où est venue la crise, et la nécessité de « frapper fort ». Dans la situation actuelle, et contrairement à ce qui s'était produit au Japon dans les années 1990, les autorités publiques, monétaires et de régulation, ont agi pour renforcer la liquidité interbancaire et pour tenter de mieux assurer la stabilité bancaire et financière à court terme. Dire qu'elles y sont parfaitement parvenues serait sans doute exagéré ; cependant, leurs actions étaient nécessaires et le restent pour éviter que la crise se transforme en dépression. À cette fin, le caractère massif des plans de relance américain, japonais et par quelques pays européens doit être accueilli comme une bonne nouvelle. Ces plans ont été accompagnés de baisses particulièrement rapides et importantes des taux directeurs des banques centrales, agissant de façon coopérative Pour autant, face au risque de dépression, les plans de relance ne sont sans doute pas aussi importants qu'il serait nécessaire. Deux raisons peuvent être avancées : d'une part, un mélange de risque d'aléa moral et de risque de voir la bulle se reconstituer ; et d'autre part, le souci de voir les politiques budgétaires aboutir à l'insoutenabilité des finances publiques, souci dont témoigne le communiqué final de la réunion du G20 d'avril 2009.

Le premier élément à mentionner est l'aléa moral. La baisse forte des taux directeurs fait craindre en effet que d'autres bulles se développent à l'issue de la crise

actuelle, conduisant à une nouvelle succession de booms et de krachs, après que les politiques publiques ont participé à la socialisation des pertes bancaires, incitant effectivement les banques à conserver des pratiques ayant mené au désastre. Nous sommes sans doute encore éloignés d'une phase de rebond aboutissant à la constitution d'une bulle mais il faut avoir cet argument à l'esprit pour comprendre tant les critiques qu'affrontent les banquiers centraux, que les réticences de la BCE à réduire un peu plus ses taux directeurs. L'aléa moral est un mal nécessaire aujourd'hui, qu'il faut tenter de juguler. Quelques pistes peuvent être suivies :

— Les injections de liquidités aux banques peuvent être assorties d'engagements des banques à se restructurer (politiques prudentes en matière de prêt, *cf.* Japon, réduction des coûts, *cf.* Suède, limite aux dividendes versés et aux rémunérations des dirigeants ou des *traders*, *cf.* États-Unis, France) ; elles peuvent être pratiquées à des taux d'intérêt élevés (supérieurs aux taux du marché, *cf.* France) et incrémentés chaque année en cas de non-remboursement.

— Les garantie sur les dépôts, essentielles pour éviter les paniques bancaires doivent être plafonnées (*cf.* initiative européenne à l'automne 2008).

— En cas de faillites bancaires, le sauvetage de l'institution en faillite ne doit être évité s'il existe un risque systémique. Pour limiter l'aléa moral, plusieurs possibilités existent : nationaliser, mettre à pied les dirigeants, faire subir les pertes aux actionnaires, etc.

— Enfin, des normes comptables adaptées et une supervision bancaire efficace sont indispensables en cas de crise pour limiter les asymétries d'information. Il est capital que les autorités disposent d'informations récentes et fiables sur l'état de santé du système bancaire pour prendre les mesures adaptées à la situation.

Le second élément de réticence vis-à-vis des politiques publiques concerne la question de la soutenabilité des finances publiques. Les plans de relance, dans des économies n'ayant, pour certaines, pas suffisamment recouvré de marges de manœuvre compte tenu du niveau élevé de leurs dettes publiques (le Japon, l'Italie, la Grèce et, dans une moindre mesure, la France), ou, pour d'autres, craintives de voir leurs efforts d'assainissement anéantis (l'Allemagne), sont interprétés comme un sacrifice dont les générations futures seront les victimes. Cet argument n'a pas lieu d'être. Aujourd'hui, il n'y a pas d'autres solutions que le recours aux finances publiques. Ensuite, l'insoutenabilité des finances publiques présuppose le caractère non productif des dépenses publiques ; or, les théories de la croissance et certains travaux récents sur les multiplicateurs budgétaires concluent au contraire que les dépenses publiques peuvent être productives. Aussi, ont-elles la capacité de s'autofinancer. Cela éloigne le spectre de l'insoutenabilité.

Références bibliographiques

Allen F. et E. Carletti, 2008, « La valorisation aux prix de marché convient-elle aux institutions financières ? », *Revue de la Stabilité Financière,* Banque de France, n° 12, pp. 1-7.

Bäckström U., 1997, « What lessons can be learned from recent financial crisis ? The Swedish experience », *Jackson Hole Symposium Federal Reserve Bank of Kansas City,* pp. 129-140.

Bernanke B., 1983, « Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, 73(3), juin.

Biau O. et E. Girard, 2005, « Politique budgétaire et dynamique économique en France : l'approche VAR Structurel », *Revue économique,* 56(3), pp. 755-64

Blanchard, O. et R. Perotti, 2002, « An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output », *Quarterly Journal of Economics* 117(4), pp. 1329-68.

Bordo M., B. Eichengreen, D. Klingebiel et M-S. Martinèz-Peria, 2001, « Is the crisis problem growing more severe ? », *Economic Policy,* vol.16 n° 32, pp. 51-82.

Caballero R., E. Fahri et O. Gourinchas, 2008, « Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances », *Brookings Papers on Economic Activity*, à paraître.

Buiter Willem H., 2008, « Central banks and financial crisis », paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's symposium on « Maintaining stability in a changing financial system », 21-23, Août.

Calomiris C., D. Klingebiel et L. Laeven, 2004, « A taxonomy of financial crisis resolution mechanisms : cross-country experience », *World Bank Policy Research Paper,* n° 3379.

Congressional Budget Office, 2008, « Options for Responding to Short Term Economic Weakness », *CBO Paper*, janvier.

Creel J., P. Monperrus-Veroni et F. Saraceno, 2007a, « Politique budgétaire discrétionnaire en France : les effets à court et à long terme », *Revue économique*, 58(5), 1035-53.

Creel J., P. Monperrus-Veroni et F. Saraceno, 2007b, « Has the Golden Rule of public finance made a difference in the United Kingdom? », *OFCE Working Papers,* 2007-13.

Creel J. & F. Saraceno, 2009, « Automatic stabilisation, discretionary policy and the Stability Pact », dans J. Creel & M. Sawyer (eds.), *Current thinking on fiscal policy*, Basingstoke: Palgrave MacMillan, janvier.

Creel J. et H. Sterdyniak, 1995, « Les déficits publics en Europe : causes, conséquences ou remèdes à la crise ? », *Revue de l'OFCE*, n° 54, juillet.

Creel J. et H. Sterdyniak, 1998, « Du bon usage des politiques monétaire et budgétaire en Europe », *Revue d'économie financière*, n° 45, janvier.

Curry T. et L. Shibut, 2000, « The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences », *FDIC Banking Review*, Volume 13, n° 2, décember.

Drees B. et C. Pazarbasioglu, 1998, « The Nordic banking crises : pitfalls in financial liberalization ? », *IMF Occasional Paper,* n° 161.

Dziobek C. et C. Pazarbasioglu, 1997, « Lessons from systemic bank restructuraing: a survey of 24 countries », *IMF Working Paper,* n° 161.

Englund P., 1999, « The Swedish banking crisis : roots and consequences », *Oxford Review of Economic Policy,* vol.15 n° 3, pp. 80-97.

Feldstein Martin S., 2009, « Rethinking the role of fiscal policy », *NBER Working Paper,* n° 14684, janvier

FDIC, 1997, « The Savings and Loan Crisis and its Relationship to Banking », *in History of the Eighties*, Volume 1, chapitre 4.

Friedman M. et A.J. Schwartz, 1963, *A monetary history of the United-States, 1867-1960*. Princeton University Press.

Giordano R., S. Momigliano, S. Neri et R. Perotti, 2006, « The effects on the economy of shocks to different government expenditures items: estimates with a SVAR model », Proceedings of the *Workshop on Public Expenditure 2005*, Banca d'Italia, Rome.

Gorton G., 2008, « The Subprime Panic », *NBER Working Paper,* n° 14398, octobre.

Gravelle Jane G., T. G. Hungerford, M. Labonte, 2009, « Economic Stimulus : Issues and Policies », *Congressional Research Service*, n° 23 janvier.

Guichard S., 1999, « La défaite financière du Japon », *Rapport du Cepii,* Economica

Hoggarth G., J. Reidhill et P. Sinclair, 2004, « On the resolution of banking crisis : theory and evidence », *Bank of England Working Paper,* n° 229.

Honkapohja S., 2009, « The 1990's financial crises in Nordic countries », *Bank of Finland Discussion Papers*, n° 5.

Honohan P., 2005, « Fiscal, monetary and incentive implications of bank recapitalization », in *Systemic Financial Crisis : containment and resolution,* chapitre 4, Cambridge University Press.

Honohan P. et L. Laeven, 2005, « Introduction and overview », in *Systemic Financial Crisis : containment and resolution,* chapitre 1, Cambridge University Press.

Hoshi T. et A.K. Kashyap, 2008, « Will the TARP Succeed? Lessons from Japan », *NBER Working Paper,* n° 14401, octobre.

IMF, 2008, « Fiscal Policy as a countercyclical tool », *in The World Economic Report*, chapitre 5, octobre.

Jonung L., J. Kiander et P. Vartia, 2008, « The great financial crisis in Finland and Sweden : the dynamics of boom, bust and recovery 1985-2000 », *European Economy Economic Papers,* n° 350.

Klingebiel D., 2000, « The use of asset management companies in the resolution of banking crises : cross-country experiences », *World Bank Policy Research Working Paper,* n° 2284.

Laeven L. et F. Valencia, 2008, « Systemic banking crises : a new database », *IMF Working Paper,* n° 224.

Nakoso H., 2001, « The financial crisis in Japan during the 1990s: how the bank responded and the lessons learnt », *BIS paper*, n° 6, octobre.

OFCE, 2008, « Comment désamorcer une déflation ? », *Lettre de l'OFCE,* n° 305.

Perotti R., 2004, « Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries », *IGIER Working Paper*, 276.

Reinhart C. et K. Rogoff, 2008a, « Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Perspective », *American Economic Review*, P&P, mai.

Reinhart C. et K. Rogoff, 2008b, « This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises », *NBER Working Paper,* n° 13882, mars.

Romer C., 2009, « The case for fiscal stimulus: the likely effects of the American Recovery and Reinvestment Act », Keynote address, *US Monetary Policy Forum*, 27 février.

Saha D. et J. von Weizsäcker, 2009, « Estimating the size of the European stimulus packages for 2009: an update », Bruegel.

Sandal K., 2004, « The Nordic banking crises in the early 1990's – resolution methods and fiscal costs », in The Norwegian Banking crises, *Norges Bank Occasional papers* n° 33, pp. 77-115.

Spilimbergo A., S. Symansky, O.J. Blanchard et C. Cottarelli, 2009, « Fiscal policy for the crisis », *CEPR DP*, 7130, janvier.

Wheelock D., 2008, « The federal response to home mortage distress : lessons from the Great Depression », *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review,* mai-juin, pp. 133-148.

Zanki Mark M., 2008, « Assessing the Macro Economic Impact of Fiscal Stimulus 2008 », Moody'Economy.com, janvier.