

Institut Arabe des Chefs d'Entreprises
24^{ème} Session des Journées de l'Entreprise 2009

L'Etat et l'Entreprise

Rapport

Après Crise ou Sortie de Crise Forcée ?

Une Grille de Lecture des Scénarios Alternatifs
de Résilience de l'Economie Mondiale

Sami Mouley

Banque Centrale de Tunisie
Centre de Recherches et d'Etudes Financières & Monétaires

ESSEC - Université de Tunis

1. Introduction

Les caractéristiques et les causes avancées pour décrire les enchaînements ayant conduit à la crise financière internationale que connaît l'économie mondiale depuis 2007 ont été largement commentées et explicitées par une littérature abondante: intensification de la concurrence bancaire, relâchement des standards de crédit sur le marché immobilier, intensification de la titrisation et dilution des risques, croissance explosive de produits financiers complexes, usage excessif du levier financier, réglementation et normes comptables à caractère pro-cyclique, déficiences des cadres micro et macroprudentiels, politiques monétaires accommodantes et faibles taux d'intérêt, accumulation de la liquidité globale du fait de déséquilibres persistants entre des zones en excédent structurel d'épargne (saving glut) et d'autres en excédent structurel d'investissement¹. Pour autant, les risques d'illiquidité liés au caractère devenu systémique de cette crise depuis la faillite de Lehman Brothers² ont été pratiquement résorbés par des interventions massives des banques centrales et des mesures concertées et non conventionnelles de politiques monétaires menées dans les pays de l'OCDE.

(*) Author's E-Mail Address: sami.mouley@planet.tn / sami.mouley@bct.gov.tn

¹ Pour des analyses synthétiques, le lecteur pourra consulter Gorton, G (2008), Reinhart et Rogoff (2008, a-c), Caballero, R et alii (2008), Bäckström U (2009).

² La crise des subprimes s'est en effet accélérée en septembre 2008 et transformée en crise financière globale à la suite d'une décision de non-renflouement du Trésor américain de Lehman Brothers

Dans le même temps, les politiques budgétaires et les divers plans de relance (recovery plans) impulsés dans les stratégies de sortie (exit strategies) menées ont permis d'enclencher depuis le deuxième trimestre 2009 un début de sortie de l'économie mondiale d'une récession économique sans précédent, ce dont témoignent les principaux indicateurs avancés de conjoncture³ et autant de signaux de reprise.

D'abord, sur le plan économique, la situation s'est améliorée avec les hausses du PIB et des indices PMI du climat des affaires dans l'industrie et les services à l'échelle de l'UE et aux Etats-Unis. Dans le même temps, la vague désinflationniste a soutenu le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte de rigidité des salaires et d'efficacité des mécanismes d'accompagnement de la chute d'activité adoptés par les différents gouvernements. Sur le plan financier, ensuite, on a enregistré une hausse des indices boursiers depuis le printemps 2009 ainsi qu'un repli significatif de la volatilité des indices d'actions ce qui a permis une amélioration notable sur plusieurs segments des marchés financiers, en particulier celui des CDS⁴. Il en est de même pour la stabilité des taux longs à un faible niveau et la poursuite de la baisse des taux interbancaires dans un contexte de liquidité abondante avec, comme conséquence, une réduction significative de la prime de liquidité. L'ensemble de ces arguments a alimenté les diverses révisions à la hausse des perspectives de l'économie mondiale par le fonds monétaire international depuis avril 2009⁵.

Néanmoins, et bien que les perspectives de sortie de crise étayées par plusieurs pistes d'analyses prospectives préjugent d'un début de décrochage de l'économie mondiale de la récession, force est de constater que les collatéraux demeurent significatifs. Un chômage accru et des déficits importants sont conjugués à un faible redémarrage de l'investissement. Ce dernier reste en effet grippé par l'insuffisance des fonds propres des banques en dépit de nombreuses mesures parfois non conventionnelles d'injection de liquidités par les banques centrales⁶. Il en est de même des déficiences latentes sur le plan de la régulation⁷. En fait, et malgré les décisions des instances internationales (en particulier au sein du G20), peu de progrès ont été accomplis ce qui fait craindre une substitution de la crise financière actuelle par une crise de la dette publique surtout si les taux d'intérêt augmentent dans le futur en réaction à une possible reprise de l'inflation⁸.

³ cf. World Bank (2009), IMF (2009), OFCE (2009), World Economic Forum (2009), Centre d'Analyse Stratégique (2009)

⁴ Contrats sur les risques de défaut, souverains ou entreprises.

⁵ World Economic Outlook (2009), cf. Infra.

⁶ cf. Goodhart, Ch., 2008

⁷ cf. World Bank (2008), IMF (2008, 2009), (de) Boissieu, Ch (2009), Artus, P (2009), Aglietta, M et S. Rigot (2009), Lubochinsky, C (2009), Aglietta, M (2008), Reisen, H (2008), Ricol, R (2008), Conseil d'Analyse Économique (2008)

⁸ cf. Dooley, M P, Folkerts-Landau, D et P M, Garber (2008)

Une restructuration de la finance globale encore en gestation, une régulation bancaire faisant encore défaut, un réamorçage fragile du crédit bancaire, des signes de remontée du chômage qui entravent la reprise de la consommation et une détérioration des équilibres budgétaires consécutive aux déficits excessifs engagés font en sorte que le principal risque à court terme associé aux politiques expansionnistes et à la reprise "technique" annoncée réside dans l'éventualité d'une sortie de crise forcée sans remise en ordre des fondamentaux de fonctionnement et de régulation économique et financière internationale⁹. Par ailleurs, la remontée du prix des matières premières avec son corollaire le risque d'une remontée mécanique de l'inflation dès la fin de l'année 2009, conjuguée à la poursuite de la dégradation des marchés de l'emploi et au comportement de précaution des ménages, pourraient induire une baisse de la consommation d'autant plus que les effets des plans de relance devraient s'essouffler en début d'année 2010. Au total, la reprise actuellement observée semble surtout d'ordre technique, s'appuyant plus sur des stimulants anti-crise ou encore sur des mécanismes de correction des reculs historiques passés et sur des impulsions de politiques économiques mises en place que sur un redémarrage auto-entretenu du secteur privé¹⁰.

Aussi, avons nous cherché dans ce document à identifier les repères majeurs des plans de sortie de crises qu'il s'agisse de la gestion des politiques monétaires ou de l'implémentation de plans de relance budgétaire (section.2). L'efficacité des mesures menées est aussi étudiée eu égard aux enseignements tirés des expériences passées de crises financières dans les pays industrialisés ou émergents notamment en termes de coûts des crises en production perdue ou par rapport aux caractéristiques macroéconomiques des crises monétaires et bancaires systémiques observées dans le passé (section.3). Des scénarios alternatifs de résilience de l'économie mondiale sont par la suite avancés à partir d'un diagnostic sur la nature de la reprise actuelle, d'une grille de lecture des indicateurs avancés de conjoncture et des actions en faveur de la régulation de la finance globale (section.4). En guise de conclusion quelques questions de politiques économiques auxquelles les Etats devraient désormais répondre après la crise et en particulier les leçons de la crise pour les politiques monétaires (section.5).

⁹ Une vision extrême partagée Roubini, N (RGE Monitor, 2009) avance même un scénario de sortie de crise en W ou "double dip", selon lequel après une chute brutale, l'activité repart mais avec un fort risque de rechuter dans la récession. Un épisode de ce type rappelle celui de la crise bancaire au Japon dans les années 1990. Par opposition, une crise en L signifie qu'après une chute brutale, l'activité stagne à un bas niveau. Une crise en U se réfère à une période de stagnation transitoire puis de reprise, alors qu'une crise en V évoque un redémarrage rapide de l'activité (scénario optimal).

¹⁰ cf. Dockès, P et J H Lorenzi (2009)

2. Crise financière: la récession jusqu'où ? Ou les plans de sauvetage seront-ils efficaces ?

La crise financière internationale a été restructurante en matière de conduite des politiques économiques¹¹. L'implémentation de plans de relance et de soutien de la demande dénote d'un regain d'intérêt pour les politiques budgétaires. Mais la question posée reste circonscrite aux réelles marges de manœuvre possibles sinon de l'efficacité des mesures prises s'agissant de financements adossés à des déficits publics. Ces interrogations sont aussi valables pour les actions accommodantes et le plus souvent non conventionnelles de politiques monétaires suivies par les banques centrales en réaction à la montée des risques de déflation à court terme mais aussi aux craintes de reprise de l'inflation à moyen terme.

2.1. Réorientation et gestion des politiques monétaires

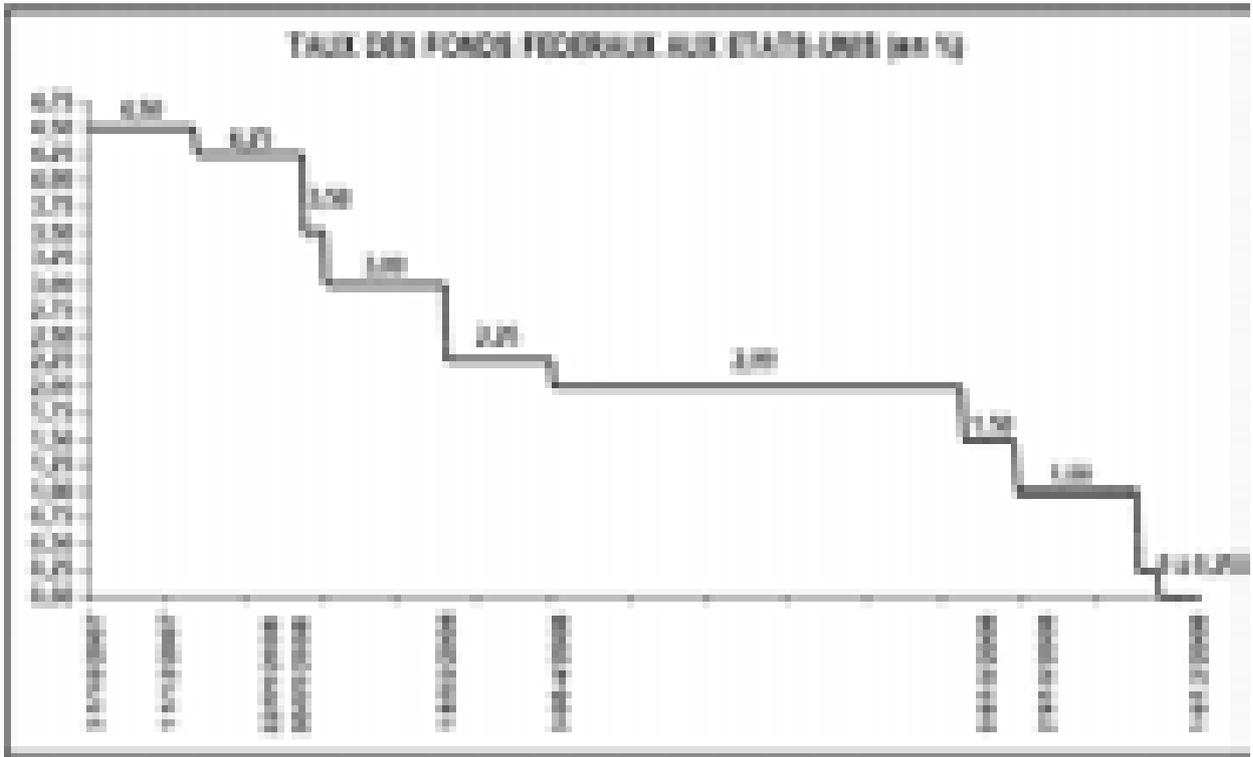
La crise financière a induit une nouvelle modulation de la politique monétaire en vue d'une réactivité efficace contre les risques de trappe de la déflation¹², ce qui impose une réorientation inévitable des cadres de gestion monétaire et financière et le recours à des mécanismes jugés parfois non conventionnels¹³. Dans le même temps, la modération des risques d'inflation a offert la possibilité de relâcher et d'assouplir la politique monétaire par une réduction sans précédent des taux d'intérêt directeurs¹⁴ (Réserve fédérale: taux cible des fonds fédéraux et BCE: taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement - REFI):

¹¹ cf. Artus, P (2009)

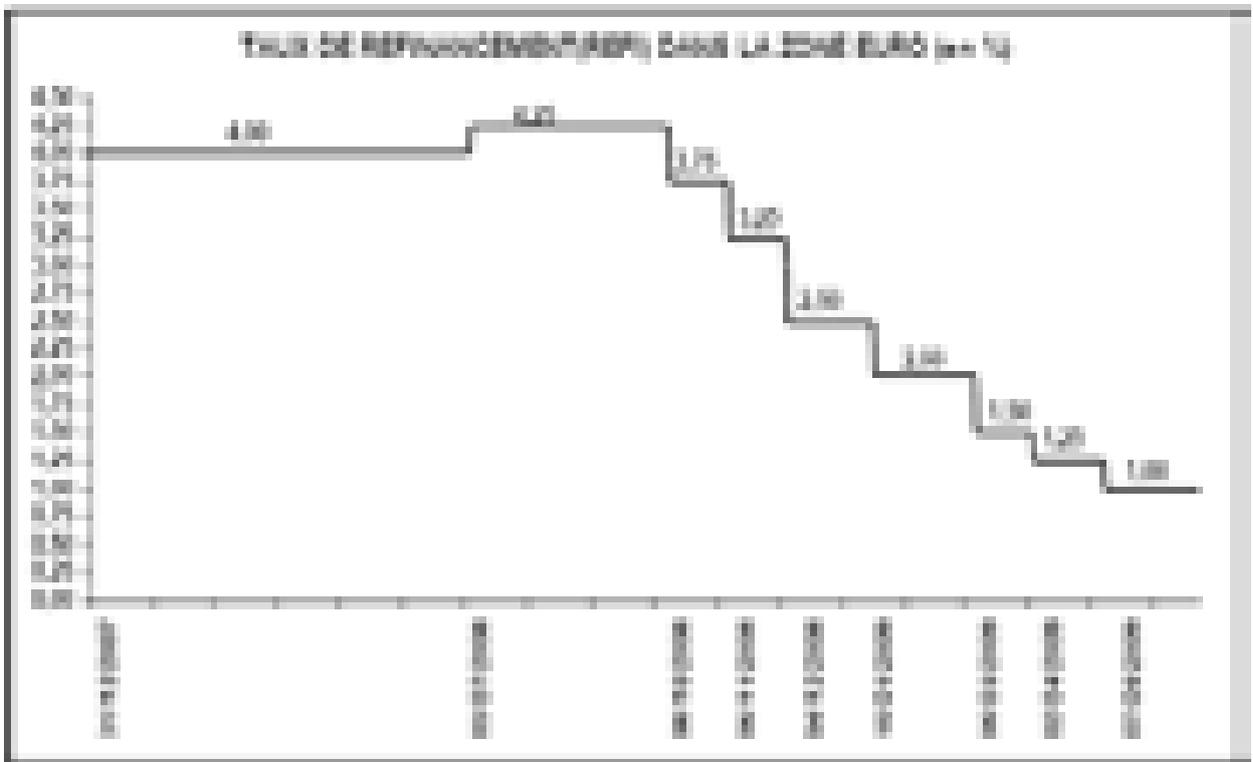
¹² La trappe de la déflation signifie en substance une baisse des prix ne générant pas une reprise de la consommation. Ce concept est à opposer à celui de la stagflation (croissance faible, voire une récession, associée à une inflation élevée), la désinflation (ralentissement du rythme de la hausse des prix) et à la pure déflation (baisse généralisée et durable des prix). Les mesures immédiates entreprises pour relancer la demande de consommation l'ont été par la baisse des taux d'intérêt. Néanmoins cette stratégie poursuivie par la majorité des banques centrales entraîne des risques de perte de liquidités du fait d'une faible rentabilité des placements, et donc une trappe à la liquidité. Une politique budgétaire d'accompagnement est donc indispensable pour la relance de l'économie en situation de soutenabilité des déficits publics.

¹³ cf. Mishkin, F S (2008)

¹⁴ cf. Banque des Règlements Internationaux, 79^{ème} Rapport Annuel, Juin 2009



Source: Banque Centrale de Tunisie, Rapport Annuel, Juin 2009



Source: Banque Centrale de Tunisie, Rapport Annuel, Juin 2009

En réaction à la crise financière internationale, et outre les mesures directes, les banques centrales des pays développés ont également aussi actionné des mesures indirectes et mis en œuvre des pratiques non conventionnelles de politique monétaire afin de contenir les risques de ralentissement de l'activité économique¹⁵. La Fed, la BCE et la BoJ ont été particulièrement innovantes par le caractère inédit de leurs mécanismes d'intervention¹⁶. En plus des opérations exceptionnelles de réglage fin, elles ont en effet introduit des modifications techniques en créant de nouveaux moyens d'interventions sur les marchés interbancaires et de la dette¹⁷:

¹⁵ cf. Broyer S et alii (2008)

¹⁶ cf. Cecchetti, S G (2008)

¹⁷ cf. Banque de France, Documents et débats, N°2, février 2009

Actions et modalités d'intervention des politiques monétaires

Banques Centrales	Conduite de la politique monétaire			Autres interventions sur les marchés interbancaires et de la dette
	Mesures de réglage fin (fine tuning)		Autres	
	Mesures directes	Mesures indirectes		
Banque Centrale Européenne (BCE)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Hausse du taux d'intérêt directeur de 50 Pb ramené à 4% à la fin de l'année 2007 ✓ Suivie en 2008 d'une baisse globale du taux directeur de 150 Pb ramené à 2,5% à la fin de cette même année ✓ Lors du conseil des gouverneurs du 15 janvier 2009, la BCE a de nouveau baissé ses taux d'intérêt de 50 points de base pour s'établir à 2% ✓ Suivie en mars 2009 d'une nouvelle baisse de 50 Pb, soit 1,5% ✓ Puis en début d'avril 2009 de 25 Pb, soit 1,25% ✓ Enfin, en mai 2009 de 25 Pb pour s'établir à 1% 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Injections de liquidité et recapitalisation d'actifs bancaires par octrois de prêts portant intérêt à taux fixe aux établissements de crédit ✓ Appels d'offre en dollar ✓ Dépôts à court terme ou bons de la banque centrale 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Eurosystème des banques centrales nationales : projet de directive pour le relèvement commun du taux de réserve obligatoire et des seuils nationaux de garantie des dépôts bancaires ✓ Projet de directive assorti d'un mécanisme transitoire de refinancement des banques en difficulté 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Elargissement de la gamme des sûretés éligibles ✓ Opérations et lignes de swaps de devises entre banques centrales ✓ Financement, achat ou acceptation comme sûretés des ABS (Asset Backed Securities)
Réserve Fédérale (FED)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Baisse concertée du taux d'intérêt directeur (ou taux des fonds fédéraux) de 100 Pb ramené à 4,25% à la fin de l'année 2007 ✓ Accentuée en 2008 par une baisse globale du taux directeur de 325 Pb ramené à 1% à fin octobre 2008 ✓ Instauration en décembre 2008 d'une marge de 0% à 0,25% 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Recapitalisation d'actifs bancaires ✓ Financements directs d'entreprises non financières par souscription de billets de trésorerie émis à une maturité courte de 3 mois ✓ Rémunération des réserves ✓ Augmentation des dépôts du trésor 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Monétisation de billets de trésorerie 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Elargissement de la gamme des sûretés éligibles ✓ Elargissement de la liste des contreparties éligibles ✓ Opérations et lignes de swaps de devises entre banques centrales ✓ Modification de la facilité d'escompte par la réduction du taux, le rallongement de la durée et l'admission des courtiers principaux comme contreparties (Primary Dealer Credit Facility) ✓ Financement, achat ou acceptation comme sûretés des ABS (Asset Backed Securities) ✓ Achat de titres publics du trésor et des agences fédérales de

				financement hypothécaire (obligations et MBS - Mortgage Backed Securities)
Banque du Japon (BoJ)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Hausse du taux d'intérêt directeur de 25 Pb ramené à 0,5% ✓ Suivie en 2008 d'une baisse ponctuelle du taux directeur de 20 Pb ramené à 0,3% ✓ Une baisse supplémentaire de 20 points de base, pour ramener le taux d'intérêt à la fin de l'année 2008 à 0,1% 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Recapitalisation d'actifs bancaires ✓ Rémunération des réserves excédentaires (Complementary Deposit Facility) ✓ Dépôts à court terme ou bons de la banque centrale 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Elargissement de la gamme des sûretés éligibles ✓ Elargissement de la liste des contreparties éligibles ✓ Opérations et lignes de swaps de devises entre banques centrales ✓ Achat d'obligations d'Etat

Source: Auteur à partir de données nationales et BRI, 79^{ème} Rapport Annuel, Juin 2009

2.2. Implémentation de plans de relance et réorientation des politiques budgétaires

La crise financière s'est avérée inédite et singulière par l'ampleur des positions à risque et des ajustements opérés à travers les plans d'urgence et de sauvetage financier (Bailouts). Dans ce sens, un regain d'intérêt pour les politiques budgétaires et une importance majeure ont été attachés à la mise en place de plans de relance budgétaire par les gouvernements face aux risques et prévisions antérieures de récession de l'économie mondiale¹⁸. L'objectif étant de mettre en place de dispositifs de politique budgétaire qui sont mieux à même de financer une expansion budgétaire. Simultanément, les pouvoirs publics ont introduit d'importantes mesures de relance budgétaire destinées à soutenir la demande globale et amortir le fléchissement conjoncturel. Deux types de mesures ont été généralement privilégiées, la baisse des impôts directs ou des allègements fiscaux ainsi qu'un accroissement des dépenses publiques. Parmi les pays de l'OCDE, les États-Unis ont mené le programme le plus vaste¹⁹, avec un premier plan de sauvetage (The US 2008 emergency economic stabilization act) d'une enveloppe de 700 milliards de dollars accordé en octobre 2008 au secteur financier pour le rachat par l'État fédéral des créances douteuses des banques (MBS's - Backed Securities Mortgage), suivi d'un deuxième plan adopté par la loi sur la reprise et le réinvestissement (American Recovery and Reinvestment Act) de janvier 2009 et prévoyant un package de stimulus fiscal d'un coût total de 787 Milliards de dollar pour la période 2009-11 estimé à 5,5% du PIB²⁰.

En revanche, l'Union Européenne a adopté en novembre 2008 un plan de relance budgétaire (European Economic Recovery Plan)²¹ ciblé et temporaire, d'une dotation budgétaire globale de 200 milliards d'euro (1.5 % du PIB des 27 pays membres) sur la période 2009- 2010, qui prévoit notamment (i) la mise en œuvre de mesures macroéconomiques contra-cycliques en réaction à la crise (stimulation de la demande)²² et (ii) des actions prioritaires d'adaptation conjoncturelle et de résilience à moyen terme (implémentation de réformes structurelles afin d'accroître les sources de croissance potentielle).

Ce plan, dont les modalités de financement prévoient une contribution des États membres à hauteur de 170 milliards d'euro (1.2% du PIB - UE) et d'un fonds européen de financement d'actions immédiates de l'ordre de 30 milliards € (0.3 % du PIB - UE), repose sur deux piliers:

¹⁸ Le recul du rythme de la croissance mondiale a été estimé à 2,2% en 2009 contre 3,7% pour l'année 2008 dans le WEO - IMF de Novembre 2008). Les projections des perspectives de l'économie mondiale ont été par la suite révisées plusieurs fois (cf. Infra.)

¹⁹ De même pour la Chine dont le plan de relance est estimé de l'ordre de 600 Milliards de dollar soit 7% du PIB

²⁰ Ce dernier plan de relance ne tient pas compte de l'aide de 13,4 milliards de dollars déjà attribuée aux constructeurs automobiles General Motors et Chrysler.

²¹ European Commission (2008), Pisani-Ferry J, Sapir A et Von Weizsäcker J (2008), Pisani-Ferry J et S, Indhira (2009)

²² Dont des baisses ciblées de TVA pour les secteurs à forte intensité de main d'œuvre, l'allongement temporaire de la durée des indemnités de chômage et la réduction de la taxation sur les bas revenus .

- (i) à court terme, des mesures budgétaires nationales temporaires, ciblées et coordonnées
- (ii) à moyen et long terme, la commission européenne a proposé un programme d'investissements intelligents conformes à la stratégie de Lisbonne, portant sur les infrastructures de transport et d'énergie, l'amélioration de l'efficacité énergétique dans les bâtiments, et les investissements en matière d'éducation et de R&D.

A l'échelle intra-européenne, plusieurs plans anti-crise ont aussi été mis en œuvre²³. La France, par exemple, a mobilisé 1,3% du PIB, en conformité avec le plan de Bruxelles, soit près de 26 milliards d'euros pour le plan de relance de l'activité économique qui comprend un paquet de dispositions fiscales et incitatives (prime à la casse pour l'achat d'une voiture neuve, doublement des prêts à taux zéro dans le secteur du logement, l'exonération des charges patronales pour les nouveaux recrutements) et des projets de grands travaux publics. L'Allemagne a adopté en novembre 2008 un premier plan de relance économique de 32 milliards d'euro suivi en janvier 2009 d'un deuxième programme de 50 milliards d'euro, soit en tout 3,3% du PIB, qui comportent un paquet de dispositions fiscales et des dépenses d'infrastructures. Parmi les mesures de relance figurent une enveloppe pour les PME gérée par la banque publique Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), des avantages fiscaux liés à l'achat d'une voiture neuve et des financements de chantiers de travaux publics et d'infrastructures²⁴.

L'ampleur de ces plans varie considérablement mais a entraîné une détérioration sensible des soldes budgétaires aussi bien structurels que conjoncturels²⁵. Les politiques expansionnistes instaurées en 2008 et 2009 auront des conséquences à long terme, principalement en raison de l'encours de dette publique qu'elles vont générer. L'augmentation des dettes publiques pourrait à son tour entraîner une hausse des taux d'intérêt réels, générant un effet d'éviction de l'investissement privé²⁶. Les déficits budgétaires peuvent aussi entraîner une élévation des anticipations d'inflation²⁷.

²³ Dans ce qui suit, il sera question essentiellement des mesures de relance budgétaire. En fait, les enveloppes de financement sont nettement plus importantes si on tient compte des programmes de sauvetage et des fonds de renflouement bancaire accordés aux secteurs financiers. Pour des détails utiles, le lecteur pourra consulter le 79^{ème} rapport annuel de la BRI (2009).

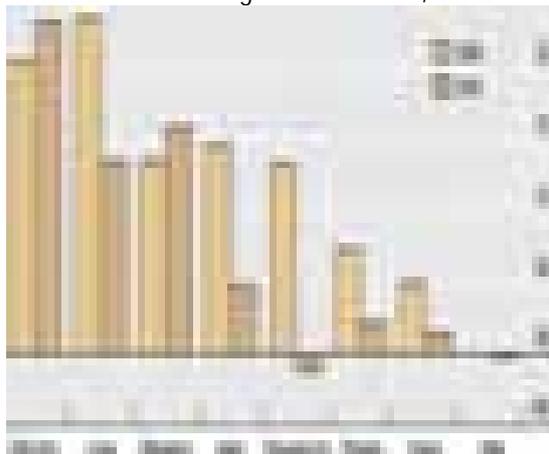
²⁴ Ces plans s'ajoutent à un fonds de renflouement bancaire de 500 milliards d'euros mis sur pied en octobre 2008 en Allemagne pour rétablir la confiance envers le système financier ou encore un fonds identique dédié de 360 milliards d'euros adopté en France.

²⁵ En Allemagne, le plan de relance est financé en partie par l'emprunt, ce qui aura un impact sur l'objectif de consolidation budgétaire et générera une charge de 10,9 milliards d'euros sur le budget fédéral de 2009 à 2012

²⁶ C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton et J. Lee, 2009

²⁷ Les États peuvent en effet alléger le poids de la dette en modifiant les conditions de remboursement ou en recourant à l'inflation (cf. Reinhart C. et K. Rogoff, 2008)

Programmes de relance budgétaire dans les pays de l'OCDE - Coût budgétaire estimé, en % du PIB



Solde budgétaire en 2009 (en% du PIB)



Source:OCDE, Perspectives économiques, mars 2009 Source: BRI, 79^{ème} Rapport Annuel, Juin 2009

Les plans de relance ont sans aucun doute été massifs, mais s'avèreront-ils efficaces? Les estimations varient. S'appuyant sur des moyennes constatées par le passé, le Service d'études budgétaires du Congrès américain (CBO) estime que la loi sur la reprise et le réinvestissement (American Recovery and Reinvestment Act) de 2009, qui contient la plupart des mesures de relance budgétaire, dopera la croissance du PIB de 1,4 à 3,8 points de pourcentage en 2009²⁸. L'imprécision de ces estimations reflète le large éventail de multiplicateurs budgétaires figurant dans la littérature sur le sujet²⁹. Toutefois, il est difficile de savoir si les estimations économétriques effectuées à partir de situations en phase de fonctionnement normal des marchés financiers sont d'une quelconque utilité pour évaluer l'efficacité des mesures budgétaires au stade actuel. L'étude de Spilimbergo, A et al. (2009) démontre que pour être efficace, un plan de relance budgétaire doit s'appuyer sur des mesures prises à temps, temporaires et ciblées (timely, temporary, targeted, 3T)³⁰.

Le tableau suivant présente une comparaison internationale des valeurs des multiplicateurs de dépenses et d'investissement public, que l'on trouve dans les travaux empiriques à base de SVAR (modélisation à base de vecteur auto-régressif structurel).

²⁸ cf. IMF, Country Report, Juillet 2009

²⁹ Les modèles macroéconomiques structurels utilisant des anticipations fondées sur le passé donnent généralement des multiplicateurs supérieurs à 1 (un dollar consacré à des dépenses budgétaires fait augmenter le PIB de plus d'un dollar). Selon des modèles plus prospectifs et des analyses ponctuelles, les multiplicateurs sont le plus souvent inférieurs à 1 (la hausse des dépenses budgétaires est compensée par une réduction des dépenses dans d'autres pans de l'économie).

³⁰ Timing (cette condition suppose d'anticiper l'ampleur du ralentissement futur et de réduire les délais de mise en oeuvre des mesures). Relance temporaire (mesures temporaires de soutien à la demande). Relance ciblée (Il est crucial de choisir les populations qui bénéficient des réductions fiscales et des hausses de transferts).

Tous ces travaux concluent à des multiplicateurs budgétaires proches ou légèrement supérieurs à l'unité à court terme, ce qui témoigne de l'efficacité des effets de relance plutôt à moyen long terme:

Exemples de multiplicateurs budgétaires dans la littérature VAR récente

Blanchard et Perotti (2002)	Etats Unis	Dépenses	= [0.9; 1.3] (court terme)
Biau et Girard (2005)	France	Dépenses	= 1.4 (court terme) = 1.8 (long terme)
Creel et alii. (2007)	Royaume Uni	Investissement	= 3.1 (long terme)

Source: Blot Ch., Creel J, Riffart Ch. et Schweisguth D (2009)

3. Stratégies de sortie de crise: quels enseignements tirés des expériences passées?

Bien que la crise financière internationale est différente des crises antérieures qu'a connues l'économie mondiale durant la période récente³¹, au regard de ses origines spécifiques qui sont circonscrites, plutôt, dans les défaillances en chaîne des systèmes financiers des pays développés³², la situation actuelle partage néanmoins avec les épisodes précédents de crises financières de première et deuxième générations (pays du cône sud d'Amérique latine) ou de troisième génération (sud est asiatique et suivants) des caractéristiques communes dans son enchaînement³³: (i) un excès d'endettement et de création de liquidité pendant une phase de forte expansion, (ii) de multiples facteurs de vulnérabilités des systèmes financiers, un endettement très élevé des agents privés en devises, une gouvernance défaillante des systèmes bancaires résultant de problèmes d'aléa moral liés aux garanties implicites des États et surtout (iii) la coexistence d'un mode inédit de contagion systémique³⁴.

Les crises financières internationales ont fait l'objet de recensement systématique et d'analyses statistiques, économétriques et macro-financières issues de travaux académiques³⁵ ou menés par des instances internationales. Deux types de crises financières à "forte fréquence", les crises monétaires ou de change (currency crises) et les crises bancaires et trois types de crises financières à "faible fréquence", les crises obligataires, les crises de la dette souveraine et les crises boursières sont généralement relevées.

³¹ cf. Artus et alii (2008); Mayer, Ch et K. Pence, 2008; Reinhart C M et K. Rogoff (2008)

³² D'ailleurs, le schéma semble être inversé, rappelons nous que l'accumulation d'excédents courants de grande ampleur dans la plupart des pays émergents et la crise de la dette de l'État russe ont même provoqué une contagion à sens inverse en 1998 avec la faillite du fonds spéculatif américain LTCM (Long Term Capital Management) et contraignit la Fed à organiser le sauvetage de l'institution pour éviter une panique sur les systèmes financiers des pays développés. En fait, la littérature fait plutôt référence à la crise japonaise des années 1990 (Hoshi et Kashyap, 2008) de par la crainte de voir les économies des pays industrialisés s'enfoncer dans une récession accompagnée d'une déflation. Crise boursière, devenue immobilière, bancaire, puis réelle, la crise japonaise semble en effet mieux correspondre à l'enchaînement que l'économie mondiale connaît depuis 2007. D'autres analyses font aussi le parallèle entre la crise actuelle et les crises bancaires des pays scandinaves au tournant des années 1990 (Sandal K, 2004)

³³ cf. Kindleberger (C.P.) (2000): "Manias, panics, and crashes: A history of financial crises"

³⁴ cf. Artus P et M P, Virard (2008)

³⁵ Bordo, M D (2007)

À l'origine de la plupart des épisodes de fragilité financière ayant conduit à des crises monétaires (ou de change) et bancaires, la littérature macroéconomique révèle deux bilans complémentaires alternatifs. Le premier groupe de réflexions est issu des travaux du FMI (1998), Kaminsky et Reinhart (1999), Eichengreen, B et alii. (2001) ainsi que Stone et Weeks (2001). Ces études empiriques ont été essentiellement appliqués au cas des pays émergents à la suite des crises de change des années 1990 (en particulier du Mexique en 1994) et la succession de chocs consécutifs à la crise asiatique en 1997-1998 : la crise russe (1998), celle du real brésilien (1999), celle du currency board en Argentine (2001-2002) mais aussi celles de la Turquie (1994, 1998, 2001 et 2008)³⁶. Un deuxième bilan plus élaboré est issu des diagnostics de Reinhart et Rogoff (2008), mais aussi plus récemment de la nouvelle plateforme des crises bancaires systémiques du fonds monétaire (IMF - Systemic banking crises database, 2008)³⁷. Cette dernière analyse, développée à la suite de la crise des subprimes aux Etats Unis, fût appliquée aussi bien aux pays avancés qu'émergents et semble mieux capter les spécificités de la configuration actuelle de l'économie mondiale³⁸. En estimant les délais moyens de sorties des crises, ces deux groupes de travaux soulignent aussi les coûts exorbitants de sorties en termes de production perdue par rapport à la tendance.

Dans tous ces travaux, plusieurs faits stylisés et facteurs communs ont été identifiés. C'est ainsi que les caractéristiques communes et les indicateurs précurseurs de vulnérabilité recensés répondent pratiquement au même référentiel de défaillances suivantes:

- ✓ Un emballement du crédit qui déclenche un mécanisme d'accélérateur financier qui se propage à différents marchés (immobiliers, boursiers et des changes)
- ✓ Une libéralisation des systèmes bancaires accentuée par une libéralisation extérieure du compte de capital
- ✓ Une déficience des cadres réglementaires et prudentiels
- ✓ Gestion inefficace des mouvements de liquidité
- ✓ Déséquilibres fondamentaux majeurs et risques de surchauffe macroéconomique (surévaluation du change réel, amenuisement des réserves de change, déficits courants, croissance monétaire excessive, inflation, déficits budgétaires et publics, excès de crédit)
- ✓ Politiques macroéconomiques insoutenables : politiques monétaire et budgétaire expansionnistes ayant stimulé une forte progression du crédit, une accumulation de dettes et un surinvestissement dans les actifs réels
- ✓ Ultérieurement, un resserrement des politiques destiné à contenir l'inflation et à ajuster les positions externes conduisant à un ralentissement de l'activité économique, à des difficultés à assurer le service de la dette et à des volumes croissants de prêts improductifs qui menacent la solvabilité des banques
- ✓ Faiblesses de la structure financière
- ✓ Mésalignement des taux de change

³⁶ cf. Mouley, S (2009)

³⁷ cf. Laeven et Valencia (2008)

³⁸ L'étude de Laeven et Valencia (2008) fût prolongée encore plus récemment par Boyd, J., De Nicolo. G et E. Loukoianova (2009)

Néanmoins, les deux grilles de lecture évoquent aussi plusieurs facteurs macroéconomiques spécifiques qui sont caractéristiques des crises monétaires et bancaires.

3.1. Bilan des travaux antérieurs

Sur un échantillon de 50 pays développés et en développement, 158 crises de change et 54 crises bancaires sur la période 1975-1997, l'étude du FMI (1998) confirment nettement l'existence d'une causalité directe, en ce sens que la libéralisation financière interne accroît la probabilité d'occurrence d'une crise bancaire. Cette probabilité augmente lorsque la libéralisation extérieure se conjugue avec la libéralisation intérieure.

Coûts des crises en production perdue par rapport à la tendance

	Nombre de crises	Délai moyen de redressement (années) (1)	Perte cumulée de production par crise (en points) (2)	Crises accompagnées d'une perte de production (en %) (3)	Perte cumulée de production par crise accompagnée d'une perte de production (en points) (4)
Crises monétaires	158	1,6	4,3	61	7,1
Pays industrialisés	42	1,9	3,1	55	5,6
Marchés émergents	116	1,5	4,8	64	7,6
Krachs monétaires (5)	55	2,0	7,1	71	10,1
Pays industrialisés	13	2,1	5,0	62	8,0
Marchés émergents	42	1,9	7,9	74	10,7
Crises bancaires	54	3,1	11,6	82	14,2
Pays industrialisés	12	4,1	10,2	67	15,2
Marchés émergents	42	2,8	12,1	86	14,0
Crises monétaires et bancaires (6)	32	3,2	14,4	78	18,5
Pays industrialisés	6	5,8	17,6	100	17,6
Marchés émergents	26	2,6	13,6	73	18,8

Légende:

1. Tous les pays qu'en valeur annuelle, le délai minimal de redressement est par construction d'un an.
2. Moyenne, sur l'ensemble des crises, de la somme des différences entre la croissance tendancielle et la croissance effective de la production, du début de la crise jusqu'au moment où la croissance annuelle de la production retrouve sa tendance.
3. Pourcentage des crises durant lesquelles la production est tombée au-dessous de sa tendance.
4. Moyenne, sur l'ensemble des crises ayant occasionné des pertes de production, de la somme des différences entre la croissance tendancielle et la croissance effective de la production, du début de la crise jusqu'au moment où la croissance annuelle de la production retrouve sa tendance.
5. Les "krachs monétaires" correspondent aux crises dans lesquelles la composante monétaire de l'indice de pression sur le marché des changes représente au moins 75 % de l'indice lorsque celui-ci signale une crise.
6. Caractérisées par le déclenchement d'une crise bancaire moins d'un an après une crise monétaire.

Au niveau des facteurs spécifiques et des caractéristiques macroéconomiques des crises monétaires, l'étude citée démontre que les crises monétaires sont précédées par une période de surchauffe (croissance réelle des exportations, dépréciation du change réel, variation positive des réserves de changes), autant de facteurs qui rappellent en fait le paradoxe de la tranquillité de Minsky, H (1992), en ce sens que la genèse de crises de surendettement s'opère généralement dans un contexte de fragilisation financière masquée par des signes apparents de stabilité et de performance macroéconomique fallacieuse.

Dans ce cadre, une crise financière peut être adossée à une théorie sous-jacente, celle de l'hypothèse de l'instabilité financière de Minsky selon laquelle et même en absence de chocs majeurs, l'économie développe intrinsèquement une tendance d'instabilité dynamique. En particulier, l'expansion du crédit bancaire dans un contexte non inflationniste est le mécanisme clé qui pousse l'économie à une crise financière du fait de l'accumulation progressive de la dette et le passage d'une structure financière dominée par une hedge finance (stable) à une structure prévalant une finance spéculative (unstable).

Un épisode de distress constitue une crise bancaire lorsque (i) le ratio des prêts non performants excède 10% du total des prêts bancaires, (ii) les autorités procèdent à des plans de nationalisation des banques à large échelle et (iii) le coût macroéconomique des opérations de sauvetage représente au moins 2% du PIB. C'est ainsi par exemple que les dépenses budgétaires cumulées décaissées lors des plans de restructuration du système bancaire ont été de l'ordre de 12-15% du PIB lors de la crise mexicaine (1994-95) et 19-41% au Chili (1981-85).

Les crises bancaires antérieures sont aussi dues à des distorsions microéconomiques ou à des défauts au niveau réglementaire et institutionnel (currency mismatches entre les actifs - assets - et les passifs -liabilities -, faiblesses du cadre légal relatif à l'aspect de la régulation bancaire, échec du cadre incitatif, libéralisation financière rapide et brutale). Au plan macroéconomique, on relève essentiellement la transmission négative des chocs domestiques³⁹ et externes⁴⁰ et surtout le choix inapproprié du régime des changes. Sur ce dernier point, les liens théoriques entre les taux de change et les risques de vulnérabilité ou de fragilisation financière ont longuement été débattus. Einchengreen.B et R.Hausmann, 1999 soulignent que les canaux de transmission sont le plus souvent réduits aux mécanismes d'aléa moral qui affaiblissent les mesures de supervision et de régulation des systèmes financiers notamment en régime de changes fixes.

Chang et Velasco (1999) ont développé une modélisation différente des liens entre fragilité financière et taux de change en focalisant leur attention sur l'arbitrage entre stabilité monétaire (liée à l'ancrage de la monnaie domestique sur une devise forte) et stabilité financière (liée à l'action du Prêteur en Dernier Ressort, PDR), en montrant que la flexibilité des changes est le régime le mieux susceptible de répondre à cet arbitrage. En effet, les changes fixes empêchent les autorités d'intervenir en tant que PDR. Dès lors, le prix d'une faible inflation est synonyme d'une instabilité financière.

De même, un régime de change fixe dans lequel la banque centrale peut jouer en tant que PDR ne règle pas le problème. Plus précisément, un tel arrangement rend plus probable la transmission d'une crise bancaire en crise de balance des paiements (perte de réserves de change).

³⁹ Une hausse du taux d'intérêt domestique pour lutter contre l'inflation ou défendre la parité de la monnaie réduit le potentiel de croissance et affaiblit la capacité de remboursement des emprunteurs ce qui conduit à terme à accroître les créances classées (full-blown crisis).

⁴⁰ Exemple d'une détérioration des termes de l'échange

En fait, l'arbitrage entre la stabilité monétaire et la stabilité financière dépend non seulement du dosage de flexibilité requise des taux de change mais aussi de l'ancrage des politiques économiques car la flexibilité des changes impose particulièrement la maîtrise des mécanismes et des canaux de transmission des impulsions de politique monétaire, dont les plus importants sont le taux d'intérêt et le taux de change. En particulier, la variabilité des taux d'intérêt et la volatilité des taux de change exercent des effets sur les prix (effets de pass-through) et sur le niveau de production.

3.2. La plateforme de données des crises bancaires systémiques

Contrairement à la première génération des travaux précédents, les nouvelles orientations issues de la plateforme de données des crises bancaires systémiques démontrent que les crises bancaires sont en fait toutes différentes même si elles partagent un certain nombre de caractéristiques communes. Cette plateforme couvre 124 crises bancaires, 208 crises monétaires ou de change, 63 crises de la dette souveraine et 42 crises jumelles⁴¹ sur la période 1970-2007 et fournit des informations détaillées sur les stratégies de gestion de 42 crises bancaires systémiques (pour un total de 84 recensées) sur un échantillon de 37 pays développés et en développement.

Le plus souvent, les crises bancaires systémiques font suite à une période de forte expansion du crédit et de forte hausse de la valeur des actifs boursiers et/ou immobiliers dans un mécanisme auto-entretenu. Tout choc externe qui remet en cause la valeur de ces actifs met en évidence la mauvaise qualité des prêts et la crise éclate. Les pertes réduisent les fonds propres des banques, celles qui sont les plus engagées deviennent insolubles et tant que des doutes subsistent sur l'ampleur et la répartition des pertes, les marchés deviennent totalement illiquides.

Globalement, selon cette étude, les conditions initiales de crises bancaires systémiques se résument comme suit⁴²:

- Détérioration des fondamentaux: déficits budgétaires (-2.1% en moyenne), déficits courants (-3.9% en moyenne), inflation...
- Accumulation de créances classées atteignant en moyenne 25% des prêts et dans les cas extrêmes 75%
- Boom de crédit avec un taux de croissance annuel moyen des crédits / PIB durant la période pré-crise d'environ 8.3%. Il peut atteindre des niveaux très élevés dans les pays qui expérimentent la libéralisation financière. C'est le cas du Chili où ce taux a atteint 34.1%
- Faible protection des créanciers avec un score en moyenne autour de 1.8 (sur une échelle variant de 0, protection faible, à 4, protection maximale).

⁴¹ Une combinaison de crises bancaire et de change

⁴² cf. Mouley. S et Fehri. H (2009)

Variable	Number of crises	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
Real gross fixed capital formation	42	1,991	4,100	1,991	1,991
Current ratio (C/R)	42	0,148	0,100	0,000	0,300
Foreign debt ratio (F/R)	42	0,119	0,128	0,000	0,300
Trade balance/GDP	42	-0,021	0,091	-0,170	0,094
Govt/GDP	42	0,464	0,191	0,000	0,811
Inflation	42	1,171	4,092	-0,007	24,772
Govt savings (Govt/S)	42	0,174	0,109	0,000	0,370
Deposits/GDP	42	0,492	0,104	0,000	0,724
GDP growth	42	0,024	0,047	-0,040	0,100
Current account/GDP	42	-0,004	0,040	-0,240	0,021
Real GDP (Sector of total assets)	42	0,171	0,111	0,000	0,370
Government owned banks (Sector of total assets)	42	0,009	0,241	0,000	0,820
Bank ratio (B/R)	42	0,019	0,091	0,000	0,300
Largest 1 month drop in deposits to GDP	28	0,112	0,098	0,014	0,287
Credit losses (C/L)	42	0,001	0,007	0,000	0,000
Annual growth in private credit to GDP growth ratio	42	0,002	0,004	-0,000	0,041
Credit supply	42	1,700	1,170	0,000	4,000

Source: Laeven et Valencia (2008)

En revanche, le coût des crises bancaires systémiques en termes budgétaire et de croissance économique pour un panel de pays développés est estimé comme suit:

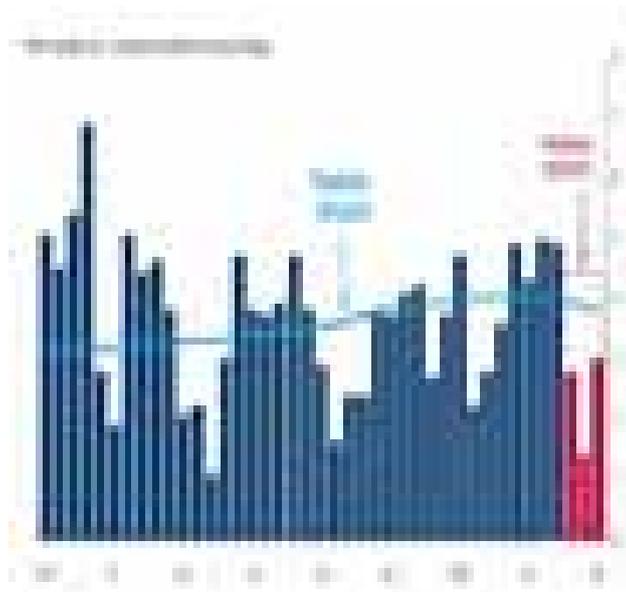
	Date de la crise bancaire d'ampleur systémique (début)	Part maximale des créances douteuses (en % du total des crédits)	Coût budgétaire brut (en % du PIB)	Perte de croissance (en % du PIB)	Taux de croissance minimal du PIB au cours de la crise (en %)
Espagne	1977	na	5,6	na	0,2
Norvège	1991	16,4	2,7	na	2,8
Finlande	1991	13,0	12,8	59,1	-6,2
Suède	1991	13,0	3,6	30,6	-1,2
Japon	1997	35,0	14,0	17,6	-2,0
Etats-Unis (crise des savings & loans)	1988	4,1	3,7	4,1	-,02

Source: Laeven et Valencia (2008)

4. Les scénarios alternatifs de résilience de l'économie mondiale

4.1. Sur la nature de la reprise

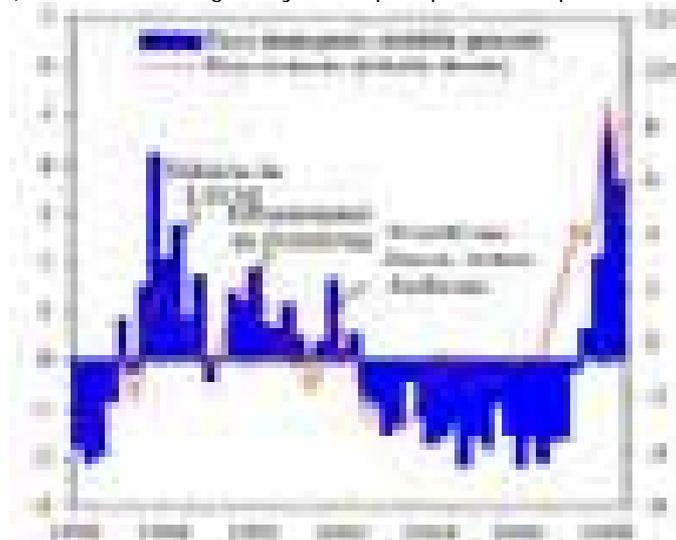
La récession subie par l'économie mondiale semble la plus grave par rapport à la tendance de la croissance mondiale entre 1970-2010:



Source: IMF, WEO Octobre 2008

Selon l'étude du FMI (2009)⁴³, les récessions liées à des crises financières sont généralement fortes et suivies de reprises lentes. En cas de synchronisation à l'échelle mondiale⁴⁴, elles sont encore plus longues et suivies de reprises encore plus faibles:

Comparaison des niveaux de turbulences financières
(Indice de contagion systémique, pondérée par le PIB)



Source: IMF, WEO Avril 2009

L'étude des cycles conjoncturels dans les pays avancés a contribué à démontrer que dans le cas de crises financières mondialement synchronisées, les récessions sont le plus souvent courtes mais les reprises durables s'étalent souvent sur plus de cinq ans. En fait, le redémarrage de l'activité est le plus souvent freiné par la faiblesse de la demande privée et du crédit.

⁴³ cf. Terrones, M. E, Scott A et Kannan, P, WEO, Chapitre.3, IMF - Avril 2009

⁴⁴ cf. Griffith-Jones S et Ocampo, J A (2009)

En revanche, une reprise durable semble toujours impulsée plutôt par une amélioration du solde des échanges commerciaux, résultant soit d'une dépréciation du taux de change soit d'une amélioration de la productivité via la baisse des coûts unitaires de production:

Statistiques moyennes pour les récessions et les reprises



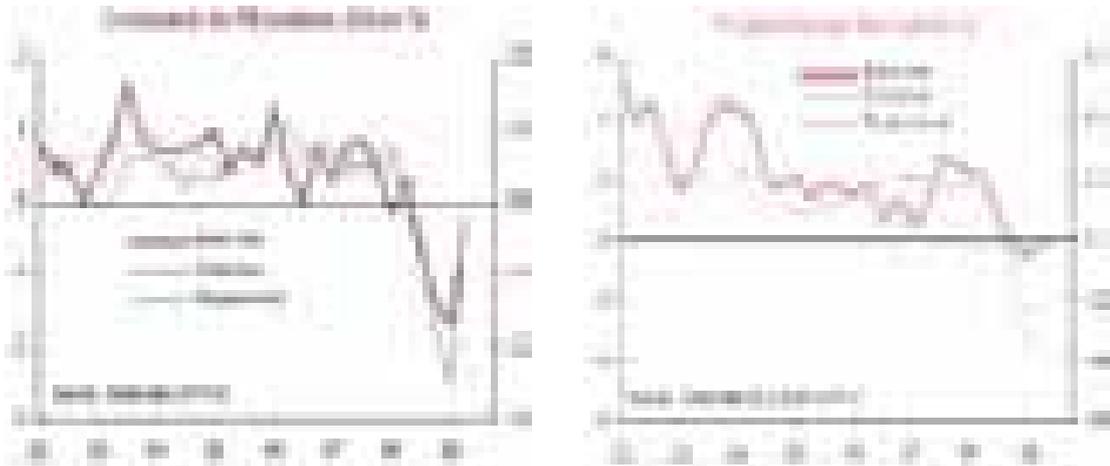
Source: IMF, WEO Avril 2009



Source: IMF, WEO Avril 2009

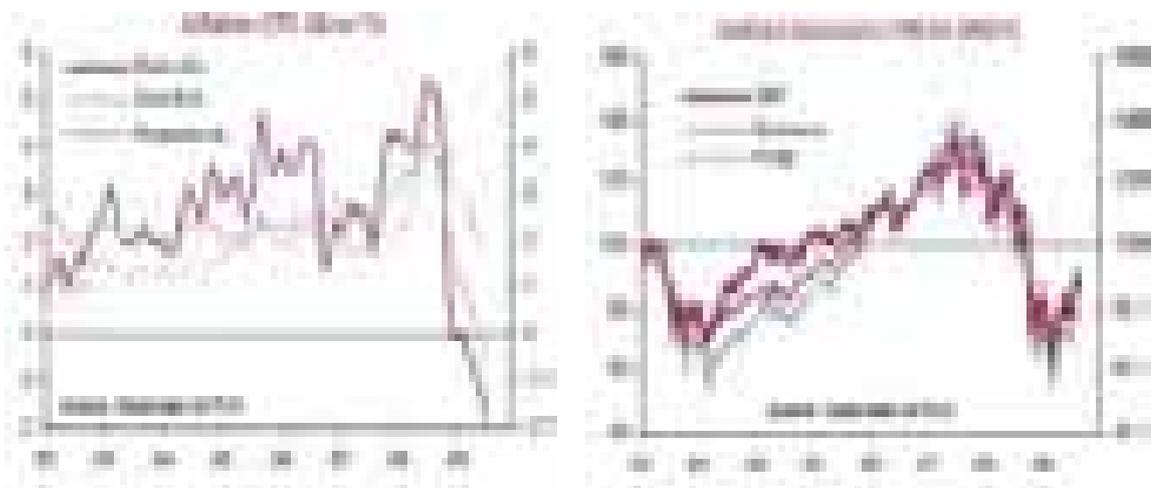
4.2. Les signes de reprise technique de l'économie mondiale

Si l'on s'en tient à la définition d'une récession technique, c'est à dire une croissance négative consécutive sur deux trimestres, les indicateurs montrent que l'économie mondiale est sortie de la récession dès lors que la croissance est devenue légèrement positive dans les pays de l'OCDE avec une nette reprise de la productivité par tête :



Sources: Artus, P (2009)

Dans le même temps, on observe une décélération de l'inflation ainsi que des signes de détentes sur les marchés financiers avec une amélioration des indices boursiers:



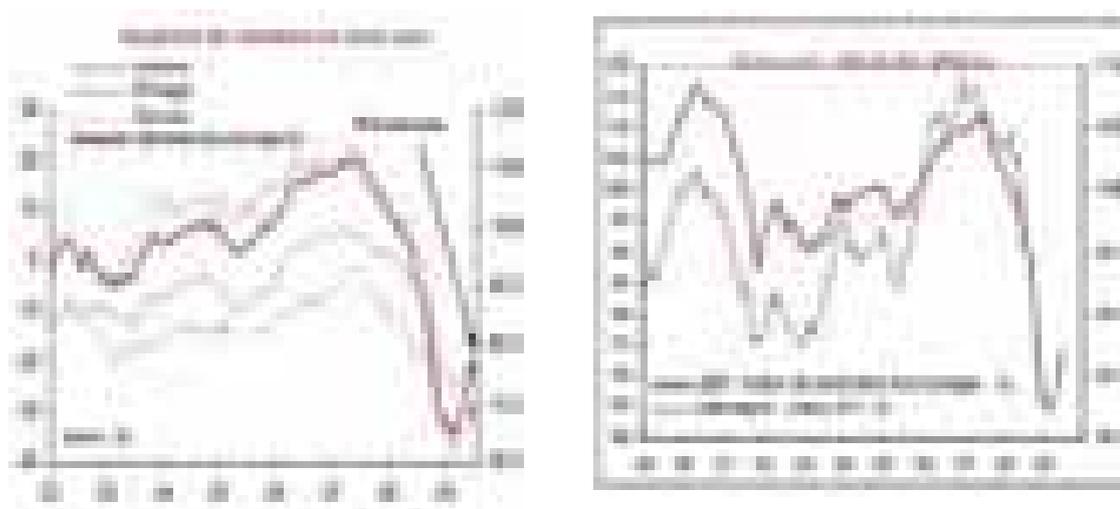
Sources: Artus, P (2009)

Des signes de détente ont été aussi relevés aux Etats-Unis avec la poursuite de la stabilisation du marché immobilier du fait de la baisse continue de l'indice S&P Case-Shiller.

Par ailleurs, une hausse des indicateurs de confiance, et notamment de l'indice ISM (ou PMI manufacturier) est aussi relevée ce dont témoigne la nette amélioration des anticipations et des perspectives économiques⁴⁵. En particulier, la zone euro a consolidé une reprise notable de ses indices de confiance et de climat des affaires :



Sources: Artus, P (2009)



Sources: Artus, P (2009)

Tous les signes de reprise évoqués ont amené à la révision des perspectives de croissance de l'économie mondiale par les instances internationales et notamment le fond monétaire international⁴⁶:

⁴⁵ Les indicateurs régionaux (qui ne composent pas l'ISM mais qui en donnent la tendance) suggèrent une nouvelle hausse: Empire, Philly Fed se sont aussi améliorés significativement.

⁴⁶ Ces mêmes arguments ont aussi alimenté les perspectives favorables du Consensus Forecasts qui prévoient une hausse du PIB américain de 2,3 % en moyenne en 2010 (-2,6 % en 2009) et une hausse du PIB de la zone euro de 0,6 % (-4,3 % en 2009)

Evolution comparée des révisions des projections des perspectives de l'économie mondiale (Variation en%)

	Sur un an							
			Projections Octobre 2009		Projections Juillet 2009		Projections Avril 2009	
	2007	2008	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Production mondiale	5.2	3.0	-1.1	3.1	-1.4	2.5	-1.3	1.9
Pays avancés	2.7	0.6	-3.4	1.3	-3.8	0.6	-3.8	0.0
(Etats Unis)	2.1	0.4	-2.7	1.5	-2.6	0.8	-2.8	0.0
(Zone euro)	2.7	0.7	-4.2	0.3	-4.8	-0.3	-4.2	-0.4
Allemagne	2.5	1.2	-5.3	0.3	-6.2	-0.6	-5.6	-1.0
France	2.3	0.3	-2.4	0.9	-3.0	0.4	-3.0	0.4
Italie	1.6	-1.0	-5.1	0.2	-5.1	-0.1	-4.4	-0.4
Espagne	3.6	0.9	-3.8	-0.7	-4.0	-0.8	-3.0	-0.7
(Japon)	2.3	-0.7	-5.4	1.7	-6.0	1.7	-6.2	0.5
(Royaume Uni)	2.6	0.7	-4.4	0.9	-4.2	0.2	-4.1	-0.4
(Canada)	2.5	0.4	-2.5	2.1	-2.3	1.6	-2.5	1.2
(Autres pays avancés)	4.7	1.6	-2.1	2.6	-3.9	1.0	-4.1	0.6
Nouvelles économies industrialisées d'Asie	5.7	1.5	-2.4	3.6	-5.2	1.4	-5.6	0.8
Pays émergents et en développement	8.3	6.0	1.7	5.1	1.5	4.7	1.6	4.0

Source: IMF - WEO, 2009

4.3. Une reprise concomitante du financement interbancaire

Les interventions des banques centrales ont permis la stabilisation de la situation financière des banques et la réduction des risques de contrepartie, ce qui a permis un redémarrage des marchés interbancaires. Les indicateurs de risque bancaire systémique dénotent de la reprise du financement interbancaire, ce dont témoigne la baisse notable du risque de liquidité mesuré par le recul des primes de risque ou du spread Libor-OIS i.e. du différentiel entre le Libor et le taux d'intérêt de l'OIS (Overnight Index Swap), ou encore le rétrécissement du Ted-spread qui approxime la probabilité estimée de non remboursement de prêts interbancaires:

(Spreads Libor-OIS en points de base)



Source: Bloomberg Finance L.P, 2009

(Ted Spreads en %)



Source: Blanchard, O - IMF (2009)

La baisse du risque de liquidité s'apprécie aussi par les mesures de la volatilité sur les marchés émergents qui ont enregistré durant la période récente une forte baisse de la volatilité et donc des primes de risque sur toutes les formes de financement qu'il s'agisse des marchés d'actions (indice MSCI) ou de dette (indice EMBI d'émissions obligataires):

Volatilité des actions (equity volatility) (en%)



Source: Indice MSCI (Morgan Stanley Capital International)

Volatilité de la dette (debt volatility) (en%)



Source: Indice global EMBI (JPMorgan Chase & Co.)

4.4. Mais une lecture prudente de la grille des indicateurs avancés de conjoncture

4.4.1. Reprise économique durable ou sortie fragile de la récession économique?

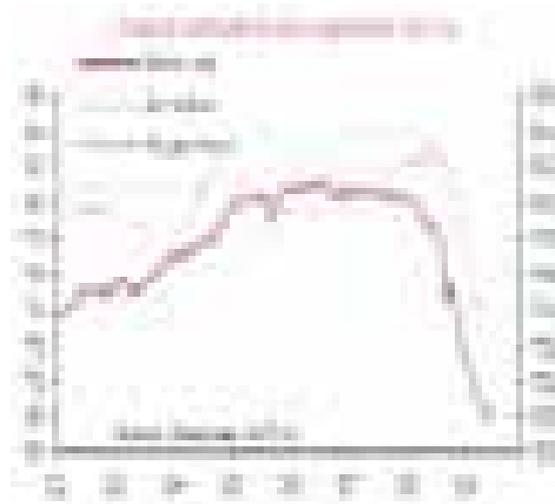
En dépit de la reprise technique de l'économie mondiale, plusieurs facteurs de fragilisations persistent. Tout d'abord, la légère croissance observée durant la période récente demeure largement inférieure à la croissance potentielle de long terme. En effet, l'output gap ou l'écart entre la production potentielle et la production effective s'est élargi. Toutes les prévisions disponibles montrent une croissance inférieure à la croissance potentielle en 2010 pour des raisons qui ont trait essentiellement à la (i) poursuite du désendettement des agents économiques privés qui affaiblit la demande et se transmet aux autres pays par le commerce extérieur ainsi (ii) qu'aux pertes d'emplois et au freinage des salaires, avec en particulier la hausse du chômage.

Output Gap de Production (en%)

	FMI			OCDE			Consensus Forecast		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Etats Unis									
Croissance réelle	+1,1	-2,6	+0,8	+1,1	-2,8	+0,9	+1,1	-2,6	+2,3
Croissance potentielle	+1,8	+2,5	+6,4	+1,8	+2,3	+7,5	+1,8	+2,5	+7,9
Output Gap (Datastream)	-0,7	-5,1	-5,6	-0,7	-5,1	-5,6	-0,7	-5,1	-5,6
Zone Euro									
Croissance réelle	+0,8	-4,8	+0,3	+0,7	-4,8	+0,0	+0,6	-4,3	+0,6
Croissance potentielle	+0,5	+0,9	+6,3	+0,4	+0,9	+6,0	+0,3	+1,4	+6,6
Output Gap (Datastream)	+0,3	-5,7	-6,0	+0,3	-5,7	-6,0	+0,3	-5,7	-6,0

Source: Datastream (2009), FMI (Juillet 2009), OCDE (Juin 2009), Consensus Forecast (2009)

L'accentuation des écarts de production justifie d'ailleurs la baisse continue du taux d'utilisation des capacités productives:



Source: Artus, P (2009)

4.4.2. Anticipations d'un gonflement massif de la dette publique et de reprise de l'inflation

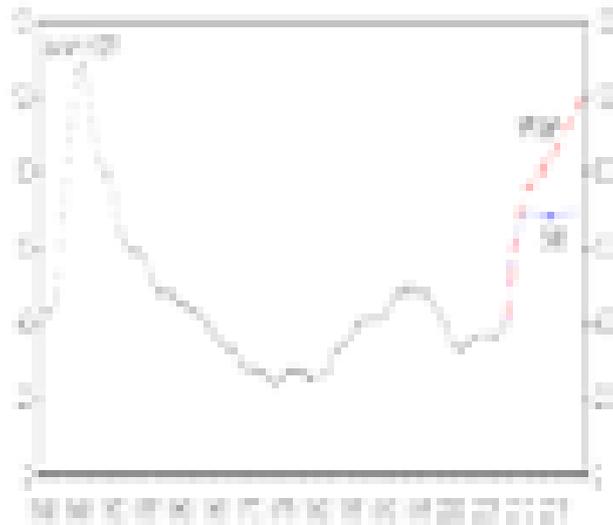
Les projections budgétaires aux Etats-Unis montrent que le déficit budgétaire américain restera élevé dans la prochaine décennie. De même, les ratios d'endettement dans la zone euro augmenteront d'une manière significative:

(Projections budgétaires aux USA, en milliards de Dollars)

Year	Revenue	Expenditure	Deficit	Debt	Debt/GDP
2000	1000	1000	0	1000	100%
2001	1000	1000	0	1000	100%
2002	1000	1000	0	1000	100%
2003	1000	1000	0	1000	100%
2004	1000	1000	0	1000	100%
2005	1000	1000	0	1000	100%
2006	1000	1000	0	1000	100%
2007	1000	1000	0	1000	100%
2008	1000	1000	0	1000	100%
2009	1000	1000	0	1000	100%
2010	1000	1000	0	1000	100%
2011	1000	1000	0	1000	100%
2012	1000	1000	0	1000	100%
2013	1000	1000	0	1000	100%
2014	1000	1000	0	1000	100%
2015	1000	1000	0	1000	100%
2016	1000	1000	0	1000	100%
2017	1000	1000	0	1000	100%
2018	1000	1000	0	1000	100%
2019	1000	1000	0	1000	100%
2020	1000	1000	0	1000	100%

Source: JP Morgan, Juin-2009

Projection de la dette publique aux Etats Unis



Source: USA - IMF Country Report No. 09/228, Juillet 2009

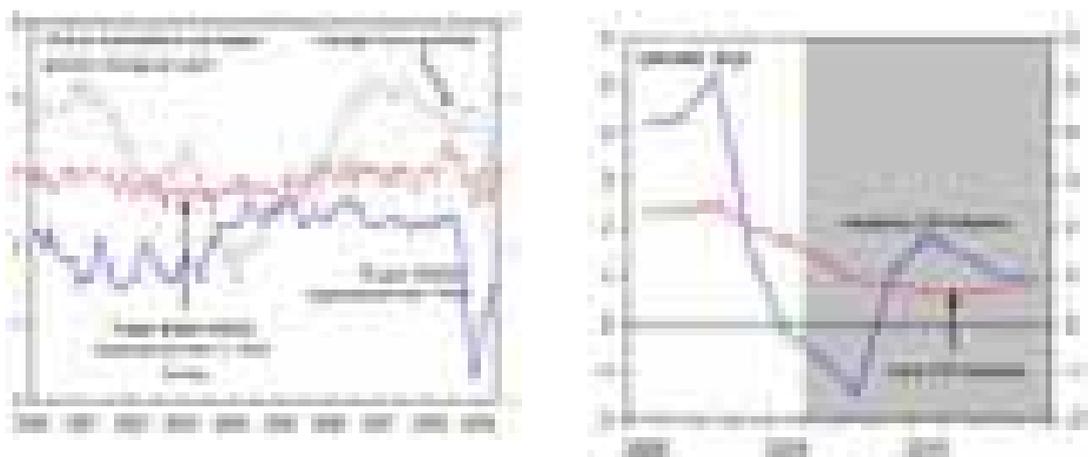
(Projections des ratios de dette/PIB dans la zone euro, en %)

Country	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Austria	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Belgium	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
France	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Germany	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Greece	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Ireland	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Italy	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Netherlands	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Portugal	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Spain	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Sweden	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Finland	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Average	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85

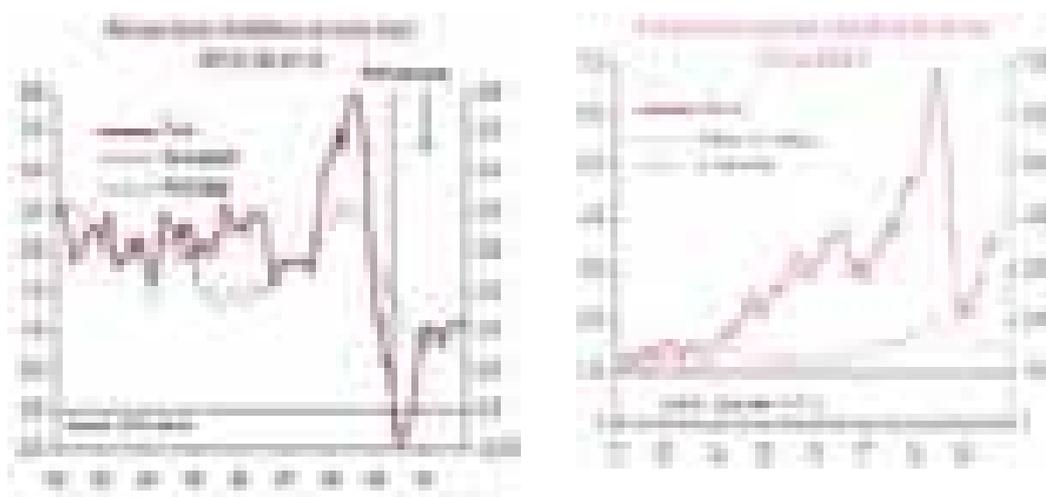
Source: JP Morgan, Juin-2009

Dans ce cadre, des prévisions tablent sur une reprise de l'inflation en raison de la remontée des prix des matières premières mais aussi à de possibles stratégies de monétisation accrue des déficits publics. Mais pourrait-il y avoir d'autres solutions aux problèmes de la dette publique engagée ? Car la crise a provoqué la mise en place de déficits publics considérables qu'il sera improbable de réduire par un retour à des politiques budgétaires restrictives ou des hausses des taux d'intérêt, mais seulement par le prélèvement de taxes d'inflation:

Anticipations de l'inflation aux Etats-Unis



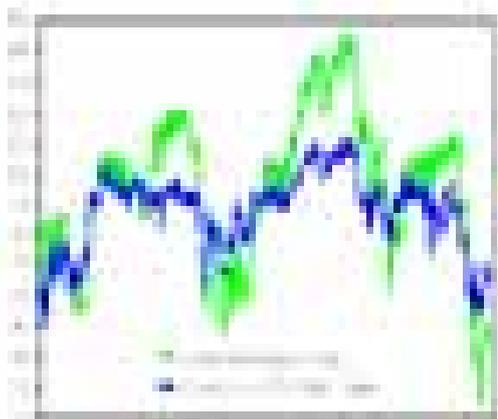
Source: USA - IMF Country Report No. 09/228, Juillet 2009



Source: Artus, P (2009)

4.4.3. Risques récurrents de déflation et contraintes de financement

L'amélioration significative des divers indices de confiance qui estiment la consommation future anticipée des ménages et entreprises, essentiellement aux Etats-Unis (indices du Conference Board et de l'Université de Michigan) et à une échelle moindre dans la zone euro et au Japon, depuis le deuxième trimestre de 2009 peut refléter la baisse graduelle du risque de déflation:



Source: EcoFlash, BNPParibas, Août 2009



Source: IMF - WEO, Octobre 2009

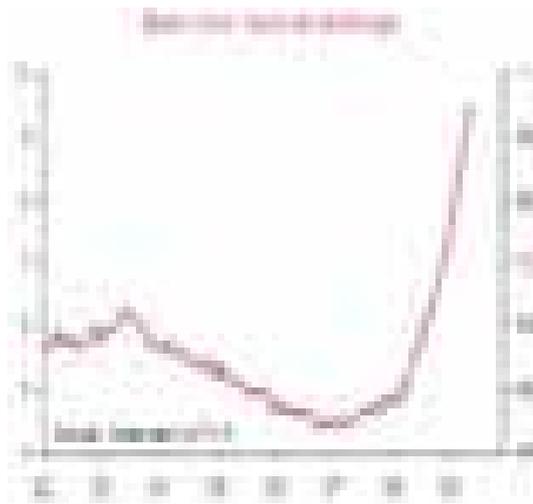
Il n'en demeure pas moins que la consommation courante a poursuivi une tendance baissière, un recul consécutif qui semble être expliqué par la reprise du taux d'épargne des ménages ainsi que par leur mouvement de désendettement par suite de la baisse généralisée du crédit bancaire. Autant de signaux précurseurs d'un risque de déflation latente:



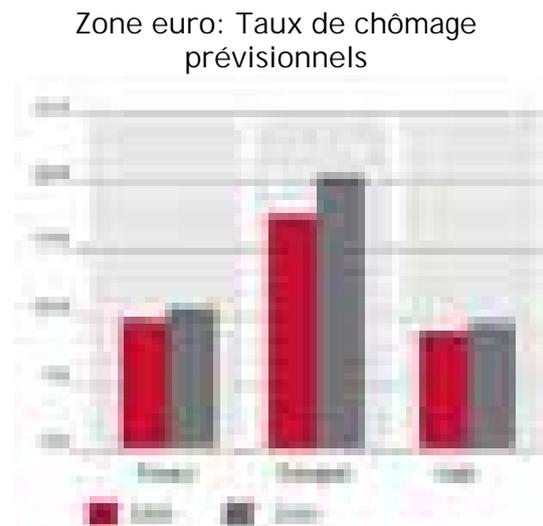
Source: Artus P, 2009



En particulier, l'absence de reprise du crédit bancaire aux ménages et les difficultés latentes de financement des entreprises rend faibles les perspectives d'une reprise durable de la croissance ce qui risque d'amplifier le chômage:



Source: Artus P, 2009



Source: European Commission, 2009

4.4.4. Des déséquilibres structurels persistants

Les stratégies de sorties de crises mais aussi les pistes de réformes évoquées au niveau de la finance globale⁴⁷ ont relevé que l'une des causes fondamentales de la crise, en l'occurrence, le financement du déficit extérieur des Etats-Unis par les pays à excédents extérieurs semble se persister. En effet, le système financier international reste régi par une configuration inédite du fait de déséquilibres persistants entre des zones géographiques en excédent structurel d'épargne et d'autres en excédent structurel d'investissement (external imbalances). En particulier, les déséquilibres globaux et massifs des balances des paiements courants restent alimentés par une combinaison d'une surabondance de l'épargne (savings glut) du fait des excédents d'accumulation de réserves de change dégagés par les économies asiatiques (Chine en particulier) et les pays producteurs de pétrole face aux déficits d'autres économies développés ou émergentes (en particulier, des déficits jumeaux budgétaire et courant aux USA). En particulier, l'accumulation excessive des réserves de change en dollar par les émergents a non seulement contribué à une abondance de la liquidité globale mais aussi favorisé les opérations de carry trade qui sont à l'origine de l'appréciation sans précédent de l'euro par rapport au dollar durant la période récente.

4.4.5. Des déficiences encore patentes en matière de régulation de la finance globale

En réponse à la crise financière internationale, le G20 a enclenché des projets de réformes multilatérales et une nouvelle assise de régulation de la finance globale. En particulier, et en matière de gestion des stratégies de sortie de crise, le G20 a adopté des recommandations de recadrage de nouvelles règles d'encadrement du système financier international.

⁴⁷ cf. Infra ;

Lors du premier sommet du 15 Novembre 2008 à Washington⁴⁸, un plan d'actions pour la mise en œuvre des principes de réforme a été adopté, mais s'apparente plutôt à un programme d'extension et d'approfondissement des réglementations qui s'appliquent aux intermédiaires financiers. Les principes communs de réforme des marchés financiers s'articulent autour des axes suivants:

- ✓ Renforcement des plans nationaux de recapitalisation des banques en difficulté
- ✓ Mise en place d'une nouvelle régulation des marchés financiers internationaux
- ✓ Harmonisation des normes comptables et des critères de fonds propres des entreprises
- ✓ Renforcement des actions de surveillance des entreprises transnationales par la constitution d'un collège multilatéral de supervision
- ✓ Consolidation des règles de transparence du système financier international
- ✓ Surveillance stricte des agences de notation
- ✓ Refonte des mesures de politiques monétaires menées par les banques centrales
- ✓ Renforcement des exigences en matière de transparence sur les produits financiers complexes
- ✓ Renforcement des régimes nationaux de régulation, de contrôle prudentiel et de gestion des risques.
- ✓ Renforcement de la coopération en matière de prévention, de gestion et de règlement des crises
- ✓ Réforme des institutions financières internationales : Le FMI, en coopération avec le FSF (Financial Stability Forum) élargi et d'autres organisations, doit mieux identifier les points de vulnérabilité, anticiper les tensions potentielles et agir rapidement afin de jouer un rôle clé dans le traitement des crises

En fait, ce plan s'inspire à la fois du programme conjoint de l'IMFC (International Monetary and Financial Committee)⁴⁹ et du FSF, pour l'implémentation de mesures de renforcement de la résilience institutionnelle et de marché en matière de régulation financière, ainsi que du plan du FMI (Global Regulation Strategy) relatif à la nouvelle gouvernance mondiale.

Ce dernier repose sur deux axes prioritaires majeurs : (i) le renforcement des ressources financières du FMI⁵⁰ (ii) le renforcement des capacités analytiques des banques centrales et des organismes de supervision nationaux des pays membres. Il couvre 5 thématiques déclinées en 17 propositions elles mêmes subdivisées en 67 principes ou actions d'une nouvelle impulsion de la capacité de résilience institutionnelle et de marché :

⁴⁸ cf. G20, Washington (2008)

⁴⁹ Regroupant principalement les banques centrales du G8

⁵⁰ Il a été en effet prévu le triplement des ressources financières du FMI pour atteindre 750 milliards de dollars ainsi que la mobilisation d'un fond de gestion de crise de l'équivalent de 283 milliards de dollars à l'échelle mondiale au titre de l'opération d'allocation de DTS (Droits de Tirage Spéciaux), dont 100 milliards destinés aux économies émergentes et développées et 20 milliards aux pays à faibles revenus.

Matrice des axes prioritaires des principes de réformes du 1ersommet du G-20

Thématiques de recommandations	Déclinaisons de propositions
1. Surveillance et gestion des risques (taux, crédit, marché et opérationnel)	1. Capital réglementaire (pilier-1 de la réforme Bâle-2) 2. Gestion des liquidités 3. Supervision de la gestion des risques 4. Restructuration opérationnelle des produits dérivés
2. Transparence et évaluation	5. Prévision et indicateurs avancés des risques de marché 6. Normes comptables 7. Audit des évaluations 8. Transparence et sécurisation des processus de marchés
3. Méthodes de rating et de notation des crédits	9. Qualité, méthodes et fonctionnement des agences de rating 10. Notation des produits structurés 11. Régulation et méthodes de supervision
4. Réactivité aux risques	12. Actions adaptées de résilience 13. Échange d'informations et coopération multilatérale
5. Capacité d'adaptation aux scénarios de stress du système financier	14. Opérations de banques centrales 15. Instruments et collatéraux 16. Supervision bancaire 17. Sécurité des dépôts

Le second sommet du G20 en avril 2009 à Londres⁵¹ a permis d'entériner une déclaration sur le renforcement du système financier avec seulement une officialisation des options retenues à Washington et un traitement en parallèle des questions de stratégies de sortie de crise et de soutien de la demande ou de plans de relance. Mais la vraie question des solutions techniques ou des traductions opérationnelles des principes communs de réforme issues du premier sommet n'a pas réellement été résolue.

⁵¹ cf. G20, Londres (2009-a, 2009-b, 2009-c)

En fait, une batterie de mesures d'intentions et de résolutions a été adoptée sans que l'on soit certains de leur portée opérationnelle ou que l'on ait des schémas précis d'application⁵² : maîtriser les sources d'instabilité financière, éviter le déclenchement de nouvelles crises systémiques, promouvoir l'intégrité sur les marchés financiers, création de collèges de surveillance des plus grands intermédiaires financiers transnationaux, renforcement de la transparence et la responsabilisation des acteurs, réforme des normes comptables d'évaluation des actifs et limitation des effets contre-productifs des règles comptables Mark-To-Market, transparence des actifs hors bilan et des produits structurés, atténuation de la procyclicité sur les marchés financiers, limitation des effets de levier, contrôle des agences de notation, réformes des modes de supervision bancaire fondée non plus, seulement, sur l'adéquation des fonds propres en fonction du risque de solvabilité, mais aussi, désormais, en référence au risque de liquidité et à la concentration des risques de contrepartie.

Néanmoins, une innovation semble s'être dégagée en faveur d'une réorientation macroprudentielle de la réglementation des banques. En réaction au risque de procyclicité du crédit, l'adoption d'un cadre macroprudentiel permettrait en effet d'intégrer le risque systémique, la cyclicité macroéconomique et les scénarios de fragilisation ou de vulnérabilité financière (détresse financière) dans les exigences microéconomiques en capitaux propres. Mais aussi, la réorientation macroprudentielle de la politique de stabilité financière faciliterait l'évaluation du risque systémique adossé à l'évolution globale du cycle des affaires et générerait un provisionnement dynamique des encours bancaires⁵³.

Le dernier sommet du G20 en septembre 2009 à Pittsburgh⁵⁴ a produit une déclaration jugée en deçà du nécessaire pour une sortie durable de la crise et une réforme en profondeur de la finance globale. Outre l'inflexion donnée pour maintenir sinon approfondir les plans de relance et de soutien de la demande, l'adoption d'un nouveau filtre prudentiel proposé par la BRI⁵⁵, la question liminaire d'extension des régulations dans les paradis fiscaux, la nouvelle réglementation des bonus des traders ou la modification à la marge (5%) des droits de vote au sein du FMI en faveur des pays émergents, notamment la Chine et le Brésil, les problèmes fondamentaux relatifs à l'encadrement des marchés de gré à gré, des hedge funds, des produits dérivés et de la titrisation n'ont pas vraiment été envisagés.

⁵² Sauf, peut être pour les résolutions d'extension des régulations dans les paradis fiscaux et de la coopération plus accrue entre les trois niveaux de supervision financière internationale: le FSF (devenu désormais Conseil de Stabilité Financière, CSF) chargé de l'établissement des standards, le FMI pour la vérification de la solidité d'ensemble des systèmes financiers nationaux et les régulateurs nationaux.

⁵³ La combinaison des dimensions macroéconomiques et macroprudentielle de l'objectif de stabilité financière revient à intégrer explicitement la question de la stabilité financière parmi les objectifs poursuivis par les banques centrales

⁵⁴ cf. G20, Pittsburgh (2009)

⁵⁵ Ratio d'effet de levier (leverage ratio) incluant les engagements hors bilan dans le calcul de la part des bilans des banques commerciales par rapport à leurs capitaux propres.

Car, encore une fois, comme ce fût le cas lors du sommet précédent de Londres, aucune décision ni orientation n'ont été prises quant à la traduction opérationnelle de règles portant essentiellement sur la reconstruction d'une nouvelle réglementation et régulation de la finance globale. De même, la feuille de route reste donc centrée sur les aspects microéconomiques de la crise sans que la dimension macroéconomique ne soit réellement traitée, sauf peut être au niveau de l'intégration du contrôle macroprudentiel des banques.

Le bilan critique et mitigé que relate la littérature sur les derniers sommets du G20⁵⁶ dénotent clairement que la déclaration de renforcement des plans de relance budgétaire a été avancée sans aucune évocation de mécanismes précis de lutte contre les anticipations de déflation ou de conduite des autres politiques économiques⁵⁷. En particulier, en matière de réorientation des politiques monétaire et de change, les problèmes de coordination internationale ou les questions majeures de déséquilibres de paiements courants et des questions de taux de change ont été délibérément occultées⁵⁸.

Les difficultés de traduction opérationnelle des projets de réformes posent en fait autant d'interrogations et d'incertitudes d'ordre technique. Plusieurs exemples sont patents : comment réformer les normes comptables Mark-To-Market ? (par un retour à la méthode des cours historiques ou par la modulation des normes comptables de la fair value en y intégrant les nouvelles applications des stress tests), comment intégrer les nouvelles considérations de la liquidité dans le toilettage de Bâle.II au niveau de chacun de ses trois piliers (ratio de solvabilité - pilier.1-, exercice de la supervision bancaire -pilier.2- et discipline de marché - pilier.3-) ? Une formule possible serait d'augmenter les pondérations des lignes de liquidité (contingency lines) par lesquelles les banques s'engagent à racheter des crédits qu'elles auraient titrisés. Une autre formule possible consisterait à intégrer dans la mesure du risque de crédit certains indicateurs d'alerte macroprudentiels utilisés jusqu'ici dans la surveillance des systèmes financiers et, non pas, dans la définition des exigences prudentielles.

⁵⁶ Voir à ce titre les analyses développées par Cartapanis, A (2009).

⁵⁷ D'ailleurs le principe du maintien des plans de relance a été de nouveau entériné lors des dernières assemblées générales annuelles du FMI et de la Banque Mondiale du mois d'octobre 2009 à Istanbul (Turquie) mais des incertitudes demeurent quant au timing et des modalités pratiques des stratégies de sorties ou de levée des mesures non conventionnelles par les banques centrales. Seules les résolutions portant sur le renforcement de la coopération internationale ou de réexamen du mandat des organisations internationales semblent avoir fait l'objet de consensus.

⁵⁸ Il en est de même de la volonté de lutter contre les mesures protectionnistes, mais aucun argument quant à la mise en place de procédures de coordination macroéconomique ou de surveillance multilatérale n'a été réellement avancé (cf. World Trade Organisation, 2009).

5. En guise de conclusion

L'examen des scénarios alternatifs de résilience de l'économie mondiale montre que les risques d'illiquidité liés au caractère systémique de la crise financière internationale ont été pratiquement résorbés par des interventions massives des banques centrales et des mesures concertées et non conventionnelles de politiques monétaires. Dans le même temps, les politiques budgétaires et les divers plans de relance impulsés dans les stratégies de sortie menées ont permis d'enclencher depuis le deuxième trimestre 2009 un début de sortie de l'économie mondiale d'une récession économique sans précédent, ce dont témoignent la nette reprise de la croissance ainsi que la productivité par tête dans les pays de l'OCDE. On observe aussi une décélération de l'inflation ainsi que des signes de détentes sur les marchés financiers avec une amélioration des indices boursiers. Des signes de détente ont été aussi relevés avec la poursuite de la stabilisation du marché immobilier aux Etats-Unis et la hausse des indicateurs de confiance et de climat des affaires dans la zone euro. Par ailleurs, les interventions des banques centrales ont permis la stabilisation de la situation financière des banques et la réduction des risques de contrepartie, ce qui a permis un redémarrage des marchés interbancaires. Les indicateurs de risque bancaire systémique dénotent enfin de la reprise du financement interbancaire, ce dont témoigne les baisses notables aussi bien du risque de liquidité que de la volatilité et donc des primes de risque sur les marchés émergents et ce sur toutes les formes de financement qu'il s'agisse des marchés d'actions ou de dette.

Mais en dépit de la reprise technique de l'économie mondiale, plusieurs facteurs de fragilisations persistent. Tout d'abord, la légère croissance observée durant la période récente demeure largement inférieure à la croissance potentielle de long terme. En effet, l'output gap ou l'écart entre la production potentielle et la production effective s'est élargi. L'accentuation des écarts de production justifie d'ailleurs la baisse continue du taux d'utilisation des capacités productives. Dans le même temps, on anticipe un gonflement massif de la dette publique et des ratios d'endettement aussi bien aux Etats Unis que dans la zone euro car la crise a provoqué la mise en place de déficits publics considérables qu'il sera improbable de réduire par un retour à des politiques budgétaires restrictives ou des hausses des taux d'intérêt, mais seulement par le prélèvement de taxes d'inflation.

De même, et bien que les divers indices de confiance qui estiment la consommation future anticipée des ménages et des entreprises depuis le deuxième trimestre de 2009 peuvent refléter la baisse graduelle du spectre de la déflation, cette dernière semble poser des risques récurrents en raison essentiellement des tendances baissières que subit la consommation courante du fait de la reprise du taux d'épargne des ménages ainsi que de leurs mouvements de désendettement par suite de la baisse généralisée du crédit bancaire. En particulier, la légère reprise du crédit bancaire aux ménages et les difficultés latentes de financement des entreprises rendent faibles les perspectives d'une reprise durable de la croissance ce qui risque d'amplifier le chômage.

Sur un autre volet, les déséquilibres structurels se persistent entre des zones géographiques en excédent structurel d'épargne et d'autres en excédent structurel d'investissement (external imbalances). En particulier, face aux déficits courants aux Etats Unis, l'accumulation excessive des réserves de change en dollar par les émergents a non seulement contribué à une abondance de la liquidité globale mais aussi favorisé les opérations de carry trade qui sont à l'origine de l'appréciation sans précédent de l'euro par rapport au dollar durant la période récente.

Enfin, sur le plan de la régulation, et malgré les décisions des instances internationales (en particulier au sein du G20), peu de progrès ont été accomplis du fait des difficultés de traduction opérationnelle des réformes énoncées de la finance globale car des problèmes fondamentaux relatifs à l'encadrement des marchés de gré à gré, des hedge funds, des produits dérivés et de la titrisation n'ont pas vraiment été envisagés. De même, les réflexions restent centrées sur les aspects microéconomiques de la crise sans que la dimension macroéconomique ne soit réellement traitée, sauf peut être au niveau de l'intégration du contrôle macroprudentiel des banques. En matière de réorientation des politiques monétaire et de change, les problèmes de coordination internationale ou les questions majeures de déséquilibres de paiements courants et des questions de taux de change ont pour leur part été délibérément occultées.

Aussi, à la question liminaire souvent posée «la crise est-elle finie ?», la grille de lecture adoptée dans ce rapport permet de conclure par la négative avec des arguments différents développés sur la résistance ou la viabilité de l'économie mondiale à plus long terme et qui recèlent des signaux de fragilisations encore perceptibles. Mais au delà des questions techniques analysées, ce rapport permet aussi de conclure sur d'autres problèmes fondamentaux de politiques économiques auxquels les Etats devraient désormais répondre après la crise et en particulier les leçons de la crise pour les politiques monétaires. Tout d'abord, la focalisation des banques centrales sur le seul objectif de stabilité des prix et de contrôle de l'inflation n'exempte pas les économies de la récurrence de crises financières, ce qui implique d'introduire la stabilité financière et la stabilisation des prix des actifs et du crédit dans les objectifs poursuivis par les banques centrales.

Dans le même temps, une politique monétaire résolument anti-déflationniste est indispensable. Des réductions massives des taux d'intérêts ont déjà été effectuées par les banques centrales, qui ont parfois coordonné leur action au cours des derniers mois. Mais avec des taux d'intérêts relativement bas, la politique monétaire seule est incapable de prévenir la récurrence de crises de grandes ampleurs comme celle vécue récemment par l'économie mondiale. Une coordination optimale des politiques monétaire et budgétaire est requise.

Pour lutter contre la récession et répondre à la chute de la consommation privée et de l'investissement, la politique budgétaire doit en effet contribuer à la relance de l'activité. Deux aspects essentiels doivent être considérés ici avec attention. Le premier est relatif à l'impact sur l'emploi alors que le second a trait à l'intensification des efforts pour améliorer la productivité à long terme des dépenses publiques et sa contribution à la croissance du PIB, car les déficits publics doivent rester soutenables sur la longue période. Il ne faudrait pas que les Etats se retrouvent dans une situation de déficits structurels susceptibles de se transformer en problèmes de dette souveraine. En outre, les Etats doivent renforcer le financement d'investissements d'avenir qui consolident le potentiel de croissance et ce en direction de secteurs porteurs à fort contenu en savoir et en technologie afin de stimuler l'innovation, dans le cadre de nouveaux types de partenariats et d'articulations entre un Etat stratège et le secteur privé.

Bien de certitudes ont été ébranlées par la crise financière internationale. En 2003, Robert E. Lucas, père de la doctrine des marchés rationnels annonçait devant l'American Economic Association que la question de la prévention des récessions profondes était réglée pour plusieurs décennies. Plus récemment, Michael Mussa, ancien Chief Economist du FMI estimait en octobre 2007 qu'il ne fallait pas surestimer les effets de la crise financière sur l'économie réelle. A contrario, et contre le dogme libéral de son désengagement total, l'Etat apparaît désormais comme acteur incontournable de régulation des marchés financiers.

6. Références bibliographiques

- Aglietta M et S, Rigot, Crise et rénovation de la finance, Eds. Odile Jacob, Paris, Mars 2009
- Aglietta M, La crise: Comment en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?, Edition Michalon, Novembre 2008
- Artus P, Betbèze J P, De Boissieu C, Capelle-Blancard Gunther, La crise des subprimes, Paris, La Documentation Française, 2008
- Artus P, Virard M P, Globalisation, le pire est à venir, Paris, Editions La Découverte, 2008
- Artus P, Se limiter à réglementer la finance ne résoudra rien, Recherche Economique, Natixis, Flash Economie, N°156, Avril 2009-a
- Artus P, Le modèle d'avant crise est-il réversible ?, Recherche Economique, Natixis, Flash Economie, N°199, Avril 2009-b
- Artus. P, A quelles questions de politique économique les gouvernements devraient ils répondre après la crise ? Recherche Economique, Natixis, Flash Economie N° 378, Août 2009-c
- Artus. P, Quelques leçons de la crise pour les politiques monétaires, Recherche Economique, Natixis, Flash Economie N° 379, Août 2009-d
- Banque de France, La crise financière, Documents et débats, N°2, février 2009
- Bäckström U, What lessons can be learned from recent financial crisis?, Jackson Hole Symposium Federal Reserve Bank of Kansas City, 2009
- Biau O. et E. Girard, Politique budgétaire et dynamique économique en France: l'approche VAR Structurel », Revue économique, 56(3), pp. 755-64, 2005
- Blanchard, O, The Crisis: Basic mechanisms and appropriate policies, IMF Working paper N°09-80, Avril, 2009

- Blanchard, O. et R. Perotti, 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, 2002
- Blot Ch., Creel J, Riffart Ch. et Schweisguth D, Petit manuel de stratégies de sortie de crise: Comment rebondir pour éviter l'enlèvement ? *Revue de l'OFCE*, 2009/3 - N°110, Juillet 2009
- BNPParibas, Economic Research, EcoFlash, Août 2009
- Boissieu (de). Ch., Les systèmes financiers: Mutations, crises et régulation, 3^{ème} édition, Economica, 2009
- Bordo M.D, The Crisis of 2007: The Same Old Story, Only the Players Have Changed, Federal Reserve Bank of Chicago and International Monetary Fund Conference 'Globalization and Systemic Risk', Chicago, Illinois, 28 Septembre, 2007
- Boyd, J., de Nicolo. G et E. Loukoianova, Banking Crises and Crisis Dating: Theory and Evidence, IMF Working Paper N°09-141, Juillet 2009
- BRI, 79^{ème} Rapport Annuel, Juin 2009
- Broyer S., Dury G., Garatti A., Ripert M.-P., Usciati B, Fed, BCE et BOE face à la crise des subprimes, un historique comparatif : quels outils, quelles actions, quelles réussites ?, *Natixis Flash Economie*, N° 184, 2008
- Caballero R., E. Fahri et O. Gourinchas, Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008
- Cartapanis A, Sous l'égide du G20: vers une nouvelle architecture de la finance mondiale ? *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, 2009/3, N°110, Juillet 2009
- Cecchetti S.G, Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008 », *NBER Working Paper*, n° 14134, 2008
- Centre d'analyse stratégique, Quel impact de la crise sur la croissance à moyen terme? , Note de veille N°113, Octobre 2008
- Conseil d'Analyse Economique, La crise des subprimes, n° 6/2008, Septembre 2008
- Creel J., P. Monperrus-Veroni et F. Saraceno, Has the Golden Rule of public finance made a difference in the United Kingdom?, *OFCE Working Papers*, 2007-13, 2007
- Dockès, P et J H Lorenzi, Fin de monde ou sortie de crise?, *Le cercle des économistes*, Eds. Perrin, 2009
- Dooley M.P., D. Folkerts-Landau et P.M. Garber, Will Subprime be a Twin Crisis for the United States? » *NBER Working Paper*, N°13978, 2008
- Eichengreen, B, M. Bordo, D. Klingebiel et M.S. Martinez-Peria, Is the Crisis Problem Growing More Severe?, *Economic Policy: A European Forum*, n°32, pp.53-82, Avril, 2001
- European Commission, Economic Forecast, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Spring 2009
- European Commission, Un plan européen pour la relance économique, Communication de la Commission au Conseil Européen, COM (2008) 800 final, November 2008
- Freedman C, M. Kumhof, D. Laxton et J. Lee, The case for global fiscal stimulus, *IMF Staff Position Note*, N°SPN/09/03, mars 2009
- G20, Declaration on delivering resources through the international financial institutions, London, April 2009
- G20, Declaration on strengthening the financial system, London, April 2009

- G20, Declaration summit on financial markets and the world economy, Washington, January 2009
- G20, The Global Plan for Recovery and Reform, London, April 2009
- Goodhart Ch, La gestion du risque de liquidité, Revue de la Stabilité Financière, Banque de France, vol. 11, pp. 41-46, 2008
- Gorton G, The Subprime Panic, NBER Working Paper, N°14398, Octobre 2008
- Griffith-Jones S et Ocampo J.A, The Financial Crisis and its Impact on Developing Countries, United Nations Development Programme, Discussion, Paper PG/2009/001, January 2009
- Hoshi T et A.K. Kashyap, Will the TARP Succeed? Lessons from Japan, NBER Working Paper, n° 14401, Octobre, 2008
- IMF, Financial Crises: Causes and Indicators, World Economic Outlook, Washington DC, Mai, 1998
- IMF, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys, Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks, Avril 2009
- IMF, United States, Country Report No. 09/228, Juillet 2009
- IMF, World Economic Outlook - Novembre 2008
- IMF, World Economic Outlook - World Economic and Financial Surveys, Crises and recovery, Avril 2009
- International Labour Organization, Global Employment Trends, January 2009
- International Labour Organization, The Financial and Economic Crisis: A Decent Work Response, 2009
- Kaminsky G.L. et C.M. Reinhart, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems», American Economic Review, n° 89, 1999, pp. 473-500.
- Kindleberger C.P, Manias, panics, and crashes: A history of financial crises, 2000
- Laeven et Valencia: "Systemic banking crises: a new database", Fonds Monétaire international, Working Paper, n° 08/224, 2008
- Lubochinsky C, Les marchés financiers dans la tourmente: le défi du long terme, Le cercle des économistes, Eds. Descartes et Cie, PUF, 2009
- Mayer Ch. J et K. Pence, Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom? NBER Working Paper, n° 14083, 2008
- Mishkin F.S, Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy », NBER Working Paper, n° 13948, 2008
- Mouley. S, Finance Internationale et Politiques Macroéconomiques, éd. Imprimerie Officielle de la République Tunisienne, Tunis, 2009
- Mouley. S et H. Fehri, Théorie de la politique monétaire, éd. Imprimerie Officielle de la République Tunisienne, Tunis, 2009
- OCDE, Perspectives économiques, Mars 2009
- OFCE, Revue mensuelle, Avril 2009
- Pisani-Ferry J et S, Indhira, Reshaping The Global Economy, Bruegel, Policy Contribution, Issue 2009/04, March 2009
- Pisani-Ferry J, Sapir A et Von Weizsäcker J, A European recovery Programme, Bruegel, Policy Brief, Issue 2008/09, 2008
- Reinhart C. et K. Rogoff, , « This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises », NBER Working Paper, n° 13882, mars 2008-a
- Reinhart, C et K. Rogoff, The forgotten history of domestic debt, NBER Working Papers, n°13946, Avril 2008-b

- Reinhart C.M. et K.S. Rogoff, Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison », American Economic Review, Mai 2008-c
- Reisen H, La crise financière et ses retombées, OCDE, Repères n°83, Décembre 2008
- Ricol, R, Rapport sur la crise financière au Président de la République, UE, septembre 2008
- Roubini, N RGE Monitor, 2009
- Sandal K, 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, 2004
- Spilimbergo A., S. Symansky, O.J. Blanchard et C. Cottarelli, Fiscal policy for the crisis, CEPR DP, 7130, janvier 2009
- Stone M.R. et M. Weeks, Systemic Financial Crises, Balance Sheets, and Model Uncertainty, International Monetary Fund Working Paper, n°162, Washington DC, October, 2001
- Terrones, M. E, Scott A et Kannan, P, WEO, Chapitre.3, From recession to recovery: How soon and how strong? IMF - Avril 2009
- World Bank, Global Monitoring Report 2009 A Development Emergency, Development Committee Meeting, March 2009
- World Bank, Lessons from World Bank Research on Financial Crises, Development research Group, Policy Research Working Paper n°4779, November 2008
- World Bank, Perspectives économiques mondiales, Mars 2009
- World Economic Forum, The Global Agenda 2009
- World Trade Organisation, World Trade 2008, Prospects for 2009, Press Release, Press/554, March 24, 2009