

## Perspectives 2009 Histoire d'une crise financière

*Les rendez vous de la conjoncture*  
GT Finance

**Jean-Paul Fitoussi**

3/10/2008

## Cascades des crises

### ■ Crise immobilière aux effets réels

- USA : taux de défaut en hausse, chute de l'investissement immobilier, de l'activité construction et des prix
- Europe : crainte forte Espagne (ménages et promoteurs), RU (banques et assimilés), Irlande, France (ralentissement à attendre investissement logement)

### ■ Crise des *subprime* qui devient une crise bancaire

- Faillites d'établissements de grande envergure
- Changement de statut en catastrophe des banques d'affaires survivantes

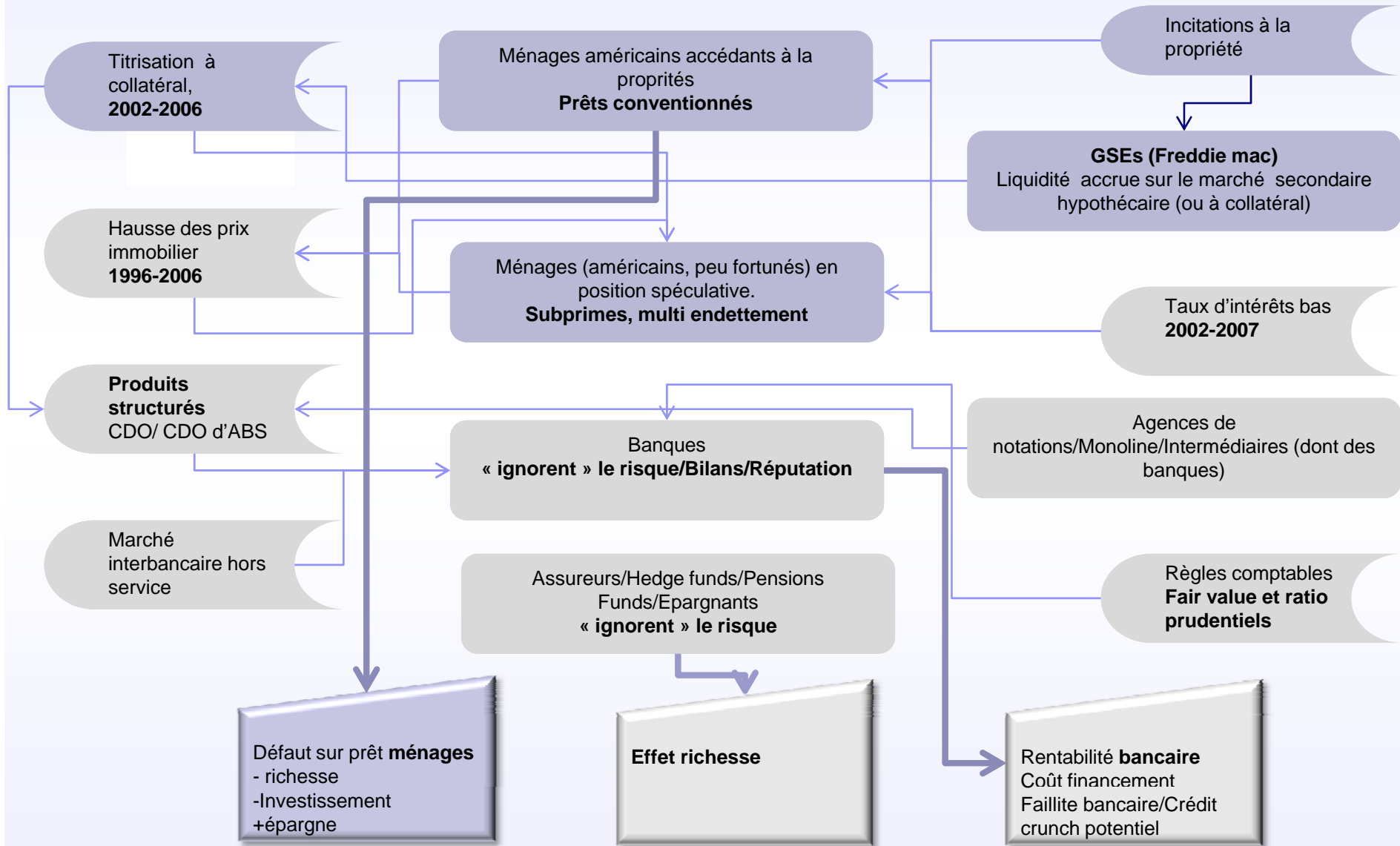
### ■ Spirale de dépréciation d'actif : stress de liquidité des actifs

- Touche des institutionnels (AIG)
- Quid des Hedge Funds ou des LBO dans ce contexte
- Effet richesse pour les ménages

### ■ Crise de change latente

- Le dollar est-il risqué, l'endettement des Etats-Unis peut-il croître sans fin ?
- Coordination des banques centrales qui peut entrer en conflit avec leurs intérêts nationaux

# Une mécanique complexe et des acteurs nombreux



## Des conséquences concrètes

### ■ Un marché interbancaire bloqué

- Possibilité offerte aux banques de se financer à court terme à coût bas sans apporter de collatéral, aujourd'hui à un prix rédhibitoire
- Injections des banques centrales importantes, mais qui ne résout pas le problème des banques (les échéances > 1m sont très coûteuses)

### ■ Un coût du financement plus élevé

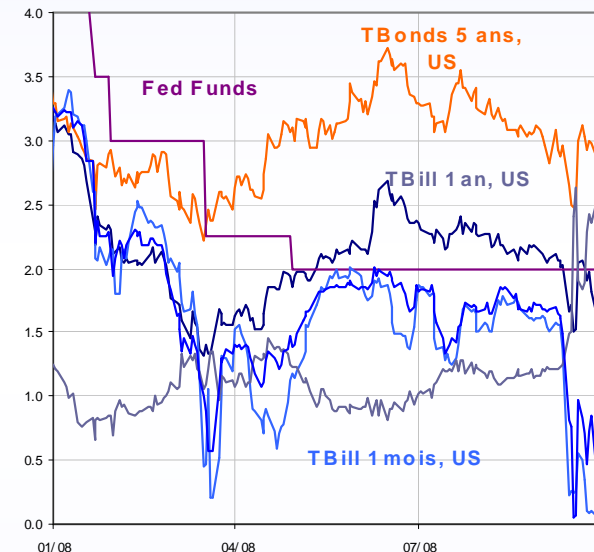
- Fuite vers la qualité, hausse des *spreads*
  - Taux public (TBill 3 mois US) tombé à 0.05%/an le 17/9/2008
  - Hausse des CDS pour toute l'économie
- les banques se financent sur les marchés obligataires
  - -> assèchent les disponibilités
- Le coût de financement des banques s'accroît
  - le coût du crédit pour leurs clients augmente

### ■ Un enchaînement macroéconomique

- dévalorisation des actifs immobilier accroît les défauts
- ralentissement macroéconomique accroît les défauts
- multiplicateur d'endettement joue négativement

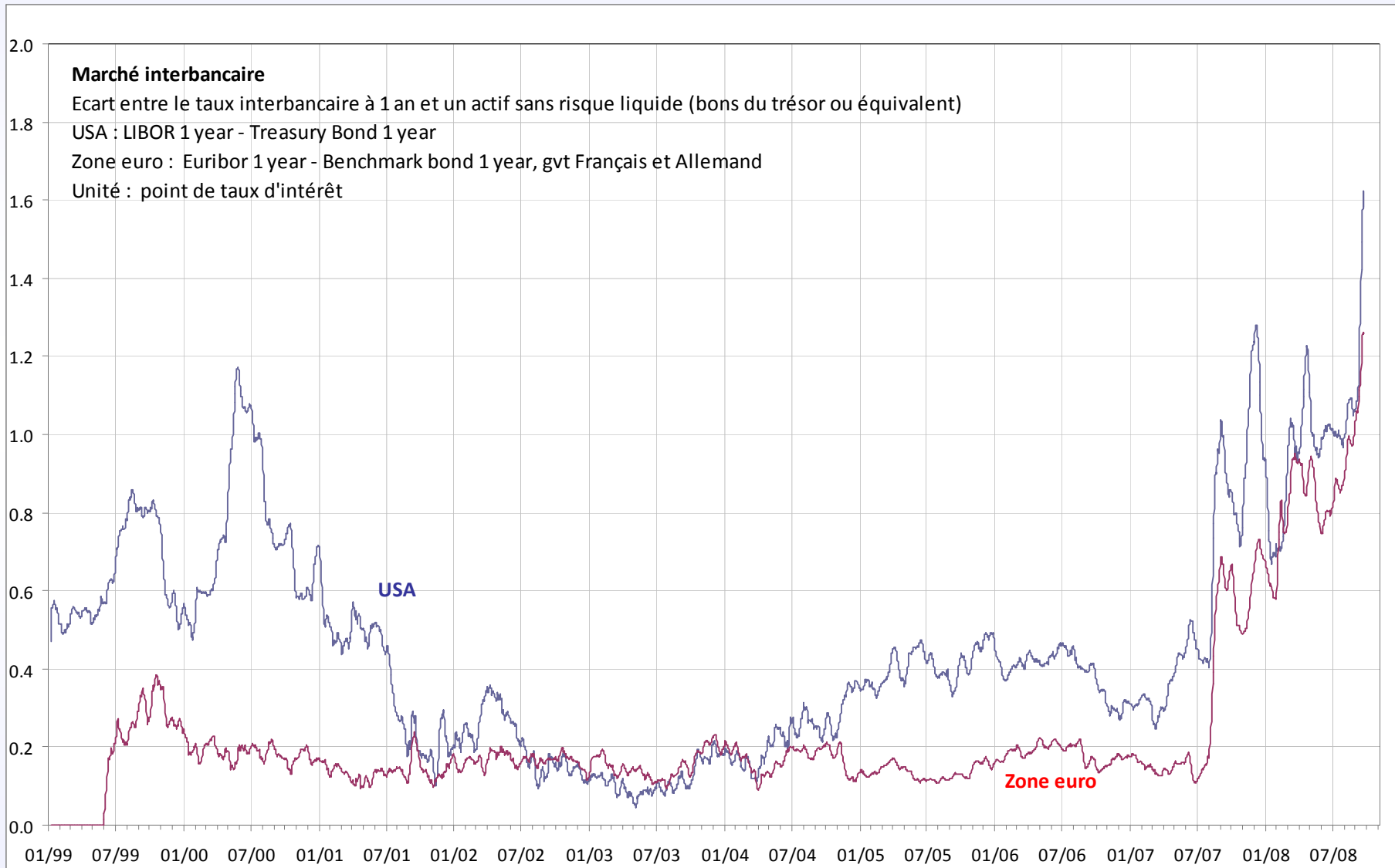
### ■ Un multiplicateur financier par nature global

- dépréciation des actifs par un effet de liquidité (en voulant vendre des actifs massivement, on est obligé d'accepter une perte de valeur)
- la dépréciation entraîne le besoin de cash (soit direct par son propre bilan, soit indirect par les financeurs)



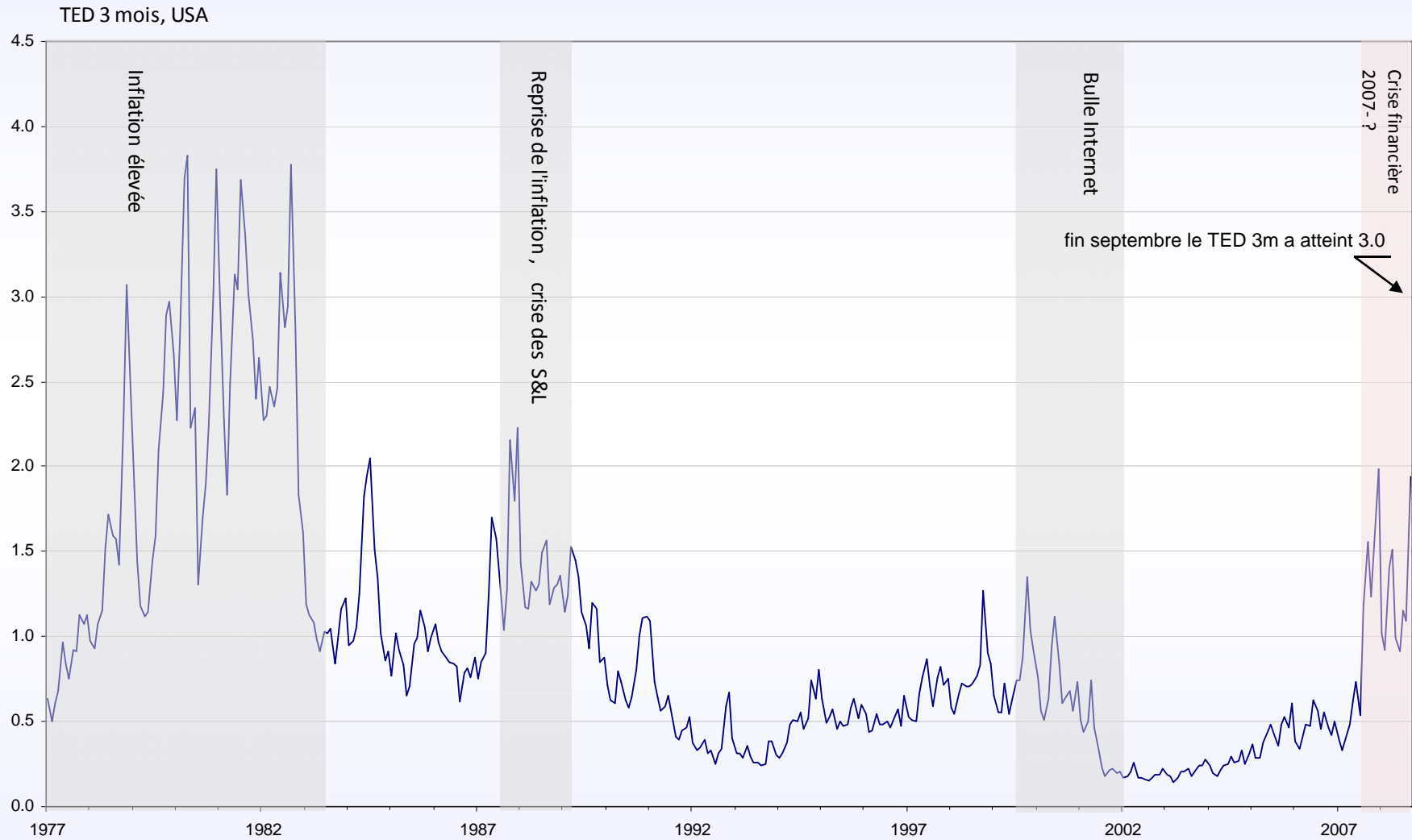
Sources: Datastream, calcul OFCE, dernier point septembre 2008

# Un marché interbancaire bloqué



Sources: Datastream, calcul OFCE, dernier point 25 septembre 2008

# Le marché interbancaire est un symptôme des crises



Sources: Datastream, calcul OFCE, dernier point septembre 2008

## Scénario macroéconomique : des effets de la crise dans le court terme

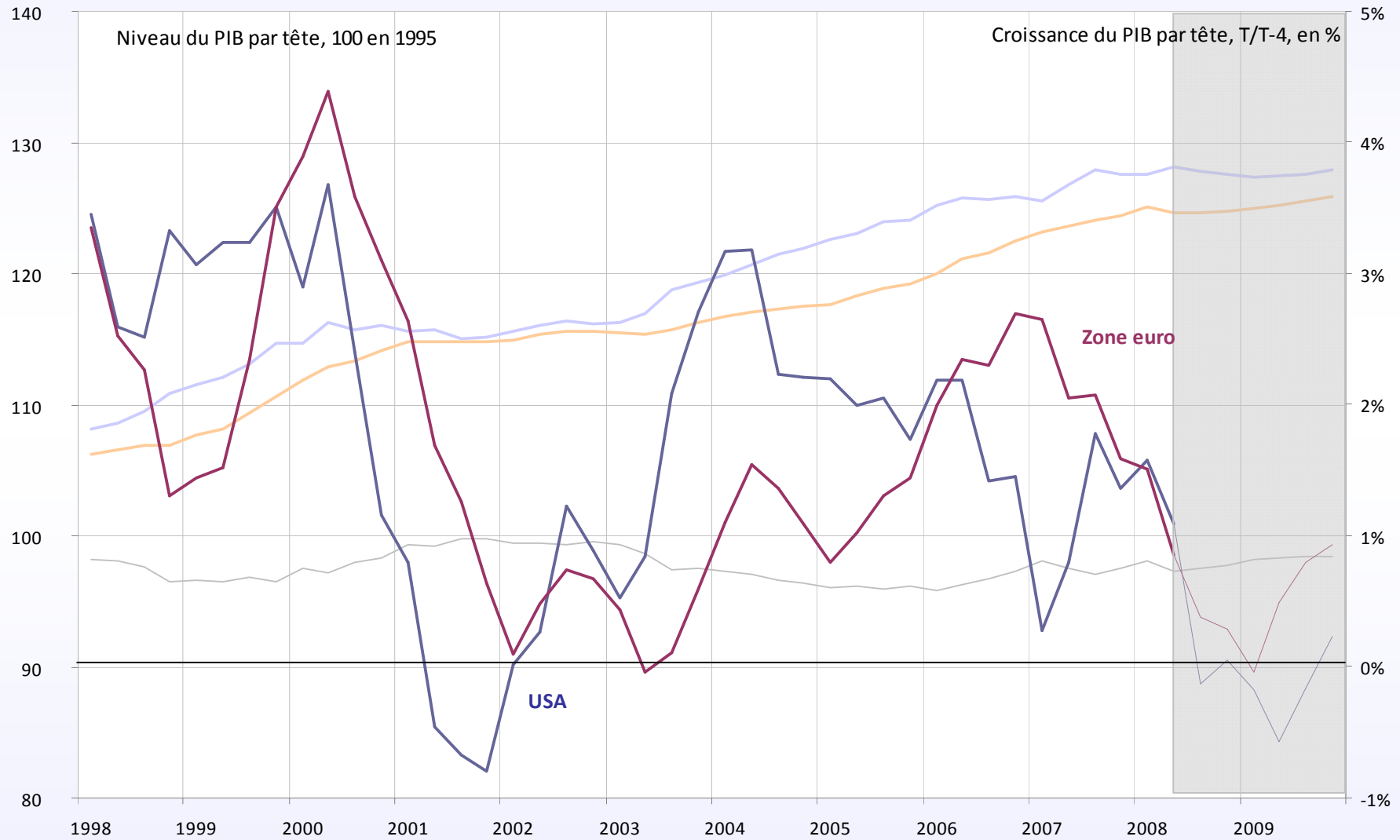
### ■ Aux Etats-Unis

- Décrue des prix énergétiques et alimentaires, soutien au pouvoir d'achat
- Fin de l'impulsion budgétaire qui a eu un impact fort au T2 et T3 2008
- Remontée du taux d'épargne (peur, effet richesse, désendettement brutal des *subprime*)
- Hausse du chômage, ralentissement des revenus, effet accélérateur
- Stabilisation du déficit courant, amélioration courant 2009, double effet du ralentissement et de la dépréciation du dollar
  
- Au total** : ralentissement net en début d'année 2009 (contrecoup du plan de relance)
- reprise progressive ensuite
  
- Que va faire le nouveau président : relance budgétaire, effacement des dettes immobilières, statu quo ?
- A qui va profiter le plan ?

### ■ En Zone euro

- Décrue des prix énergétiques et alimentaires, soutien au pouvoir d'achat
- Impulsion budgétaire neutre
- Ralentissement de la demande adressée (en provenance USA)
- Impact sur les banques et crédit moins facile
- Hausse des taux d'intérêts clients finaux
  
- Au total** : ralentissement
- reprise progressive ensuite

# Scénario de croissance USA et ZE



Sources: Comptabilités nationales, Eurostat, prévision OFCE septembre 2008

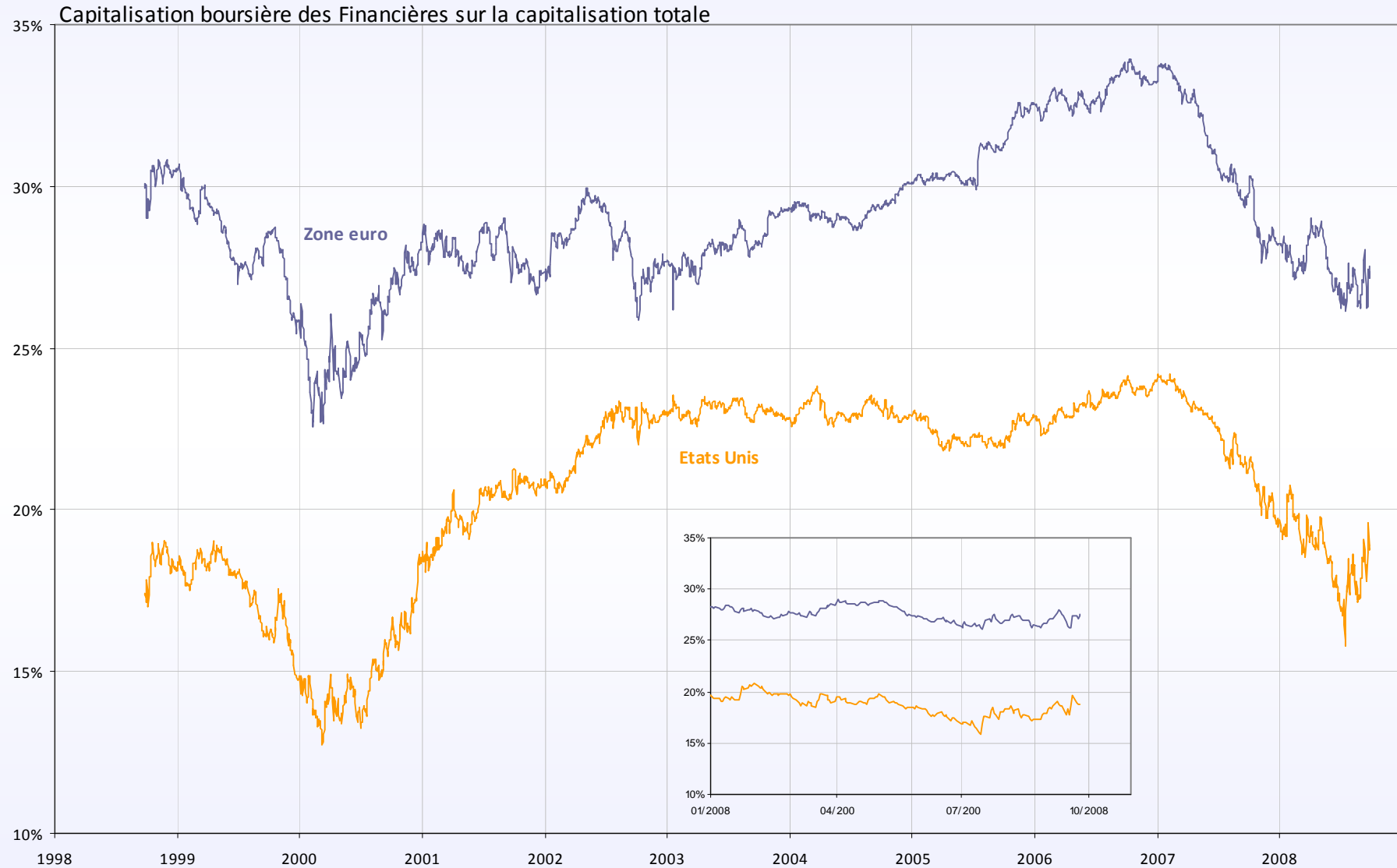
## La crise financière aura des conséquences à moyen terme

- **Les Etats-Unis vont devoir absorber le plan de sauvetage**
  - 700 milliards de dollars, financés par déficit, qui ne seront pas récupérés ensuite (pas totalement en tout cas)
  - Hausse des impôts, moindres dépenses. L'absorption prendra au moins 5 années (presque 10 points de PIB de dette publique en plus).
  - Effets richesse sur l'épargne retraite, hausse du taux d'épargne
  - Quels impacts sur l'innovation ? la productivité ? La désorganisation du système financier peut peser lourd
  - Effets redistributifs majeurs : moins de croissance, mais plus pour les 9 premiers déciles ?
  
- **Le financement de l'économie européenne est plus largement intermédié par les banques**
  - C'est un facteur de stabilité et de contrôle au prix d'une moindre concurrence
  - La pression de désendettement sur les ménages et sur les entreprises va être forte dans les prochaines années
  - Pèsera sur les capacités d'investissement et peut être de financement de l'innovation et des gains de productivité

<i>en point de PIB (2007)</i>	<b>Zone Euro</b>	<b>USA</b>
Actifs bancaires totaux	249	144
Crédits bancaire au reste de l'économie	137	62
Dont crédits aux entreprises non financières	50	17
Titres de dette (obligations) émis par le secteur non financier	8	26
Capitalisation boursière	75	112
Titrisation	6	18

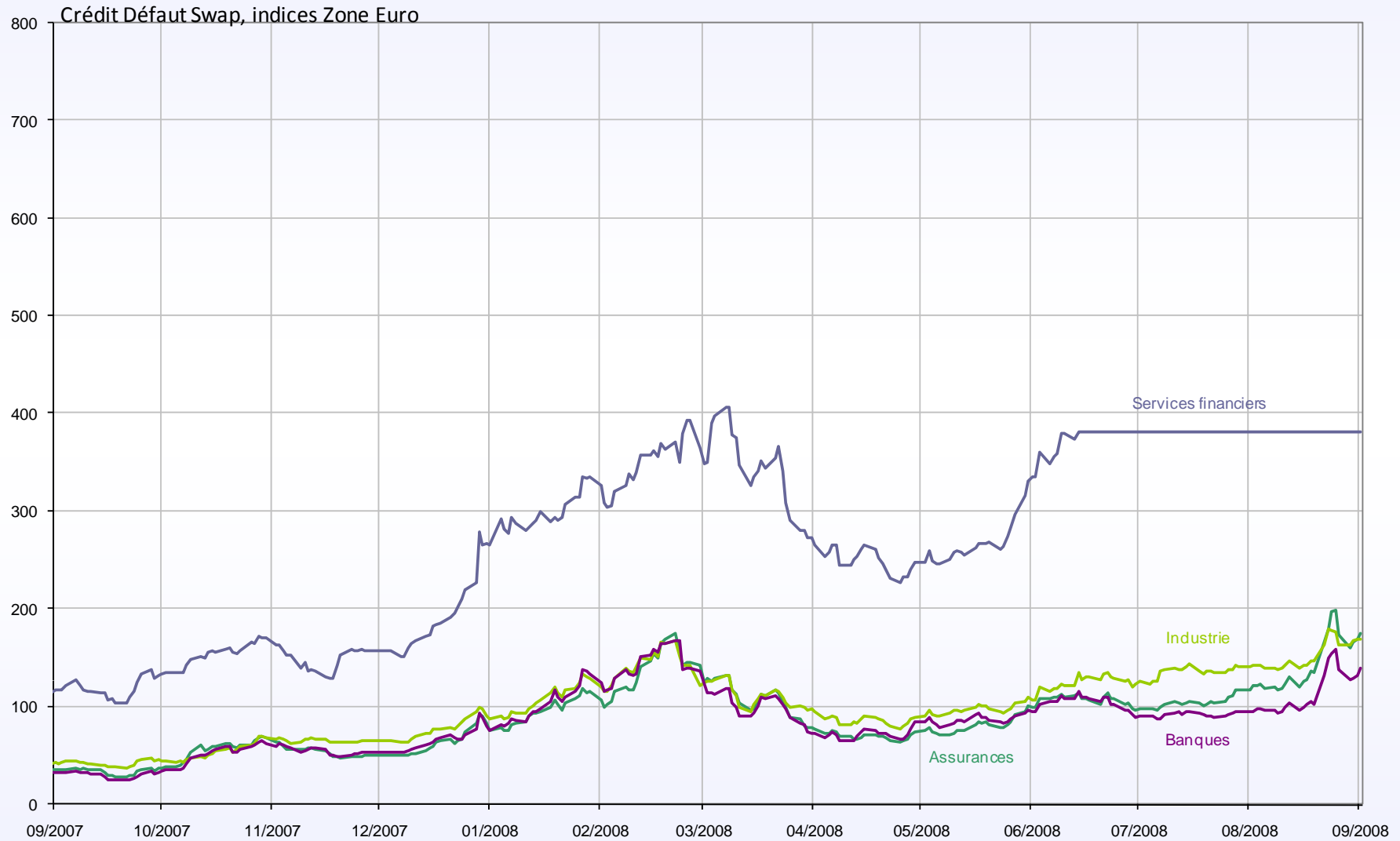
Source : BCE

# Les banques sont au cœur de la tourmente



Sources: Datastream, calcul OFCE, dernier point 25 septembre 2008

# CDS zone euro : hausse des primes de risque



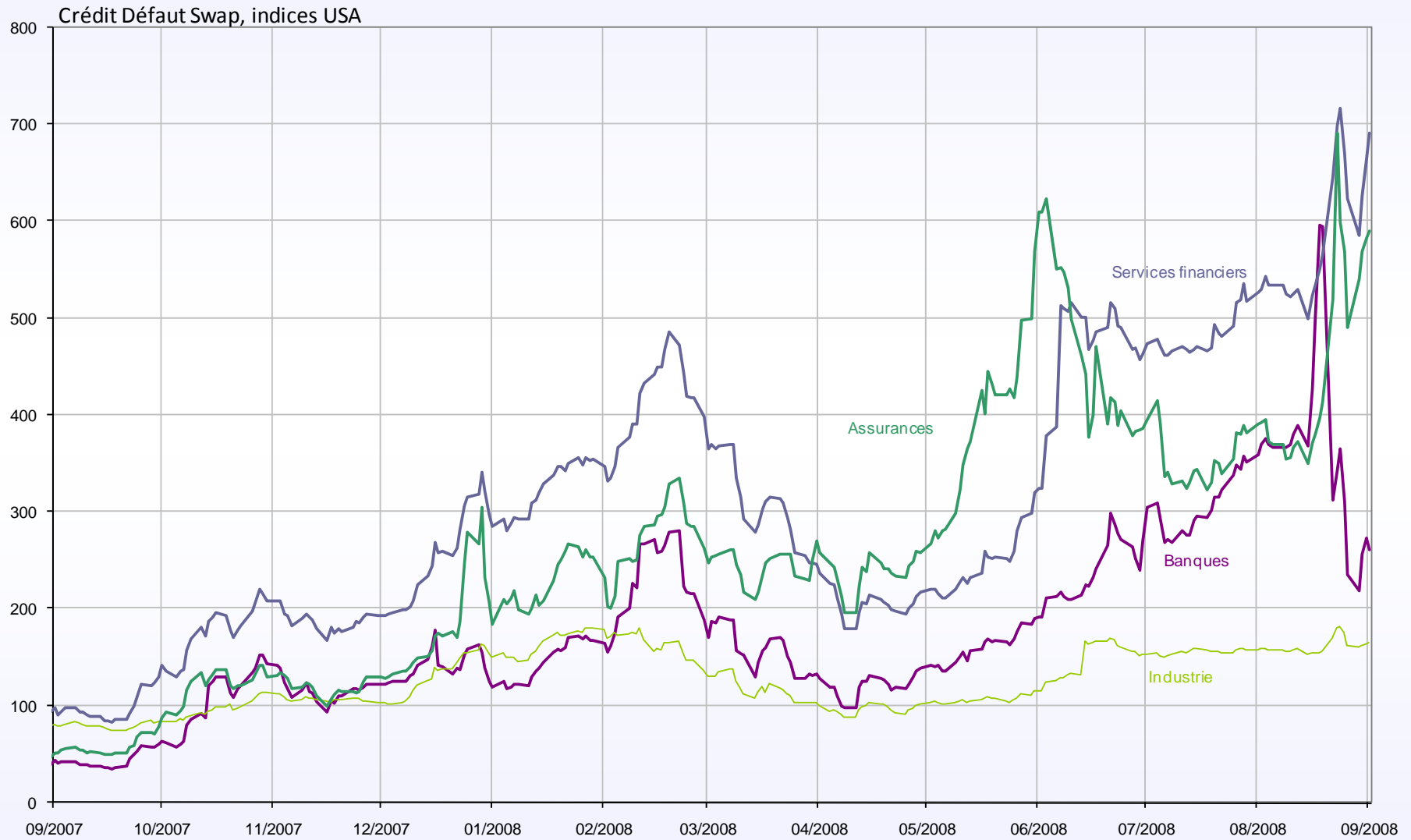
Sources: Datastream, calcul OFCE, dernier point septembre 2008

04/11/2008

OFCE/XT

11

# Mais l'épicentre de la crise est américain



Sources: Datastream, calcul OFCE, dernier point septembre 2008

04/11/2008

OFCE/XT

12

## Que faire ? la politique monétaire



### ■ La baisse des taux de la BCE est inévitable

- La crise financière et bancaire induit un durcissement du crédit
- Le dysfonctionnement du marché interbancaire accroît le coût de refinancement des banques
- Un durcissement autonome des conditions de financement se rajoute
- Un ralentissement économique est enclenché, renforçant les facteurs qui l'ont engendré
- Les pressions inflationnistes sont inexistantes et la baisse du prix du pétrole va dans le même sens (provoquée par le ralentissement de la croissance mondiale)

### ■ La baisse des taux permettrait en ZE

- De compenser le coût du financement
- De réduire les risques pour le système bancaire
- De réduire la pression sur le dollar
- D'accompagner la politique monétaire US

### ■ Mais la baisse des taux ne suffira pas

## Que faire ? Bloquer le multiplicateur financier

### ■ Le plan Paulson vise à interrompre la logique de dépréciation des actifs

- Ne rien faire est prendre un risque considérable
- En fixant un prix pour les actifs 'toxiques', il peut interrompre de processus de perte de liquidité
- Mais, il ne permet pas directement la recapitalisation des institutions financières
- Il n'empêche donc pas automatiquement la transmission à la sphère réelle par le biais de la pression de désendettement
- 3 problèmes majeurs
  - Comment fixer les prix des actifs 'toxiques' ? Trop élevés le plan est une subvention énorme au système financier, trop bas il ne sera pas efficace.
  - Qui contrôle son application ? Paulson s'accorde-t-il les pleins pouvoirs, les instances démocratiques peuvent-elle assurer le contrôle ?
  - Comment assurer une distribution équitable des bienfaits du plan : faut-il l'accorder uniquement aux institutions financières, faut-il aussi l'accorder aux ménages empêtrés dans des crédits assassins ? Faut-il le financer par une taxe sur le système financier ? Par un impôt progressif ou en coupant les dépenses publiques ? Ne vaut-il pas mieux recapitaliser en nationalisant les institutions financières pour gérer au mieux les questions d'efficacité, de risque systémique et de redistribution ?

### ■ La zone euro ne nécessite pas un plan d'une telle ampleur (?)

- Rien n'est sûr ? Recapitalisation des banques et des assureurs, exposition des institutions européennes au système financier américain (AIG aurait eu un impact considérable sur les banques françaises). Provisionner les risques aux niveaux où on les estime aujourd'hui peut nécessiter des sommes considérables.
- Pour participer à la mise en place des nouvelles normes du capitalisme mondial, il faut être sur un pied d'égalité avec les américains. On peut utiliser l'argent comme on veut, mais on doit s'engager dans la sauvegarde du système financier actuel.

## Que faire ? La macroéconomie est de retour

### ■ A court terme

- Les enchaînements dépressifs peuvent et doivent être interrompus par des politiques de régulation conjoncturelle
  - Ce qui signifie au moins la suspension du PSC. Dans un processus de désendettement privé, justifié par une perte de confiance dans la relation créancier/débiteur, l'Etat est le seul à même d'intermédiaire l'emprunt

### ■ A moyen terme

- L'endettement public suppose la meilleure utilisation des sommes mobilisées
  - Investissement public, infrastructure
  - Education/Recherche
  
- La pression de désendettement va peser lourd sur les entreprises et les ménages. Le fonctionnement du marché bancaire est critique pour en limiter les conséquences dépressives
  - Caution publique, garanties, assurances sont des instruments
  - Concurrence accrue dans le secteur bancaire en est un autre
  - Protection du consommateur, transparence des conditions de financement en est un également.