

La gestion et Le traitement de la crise de 2007

La crise de 2007 a eu l'effet de deux électrochocs dans le cadre de la gestion des politiques monétaire et de financement. D'une part, les banques centrales ont été amenées à revoir leurs fonctionnements traditionnellement reconnus et d'autre part, le tabou de l'intervention massive des autorités publiques dans les processus de financement des économies a été de facto levé. En effet, des mesures interventionnistes de sortie de crise ont été initiées autant par les banques centrales que par les autorités publiques. Ces deux aspects sont respectivement présentés ci-dessous.

1. Les banques centrales à l'œuvre :

Le dysfonctionnement des marchés interbancaires, dans le sens d'une sévère rareté de la liquidité, a amené les banques centrales à revoir leurs modes traditionnels d'intervention.

Pour bien comprendre cette redéfinition des modalités d'intervention des institutions en charge de la gestion des moyens de paiements et des systèmes financiers, un bref rappel de la politique monétaire conventionnelle est suivi d'un exposé sur les mesures de politiques monétaires de sortie de crise.

1.1 La politique monétaire conventionnelle

On désigne par politique monétaire conventionnelle les mesures prises par les banques centrales pour rendre opérationnel l'effet du taux directeur sur les activités d'intermédiation financière. Une banque centrale dispose de nombreux instruments pour mener une politique monétaire dont la gestion influe sur l'économie réelle à travers des canaux de transmission.

1.1.1 Les instruments de la politique monétaire

Le premier instrument de politique monétaire est l'open-market. Il s'agit pour la banque centrale de moduler la masse monétaire à partir de la vente ou des achats de titres, le plus souvent à court terme, sur le marché monétaire. Avec l'adoption du ciblage de l'inflation, l'encadrement de la croissance des agrégats monétaires a été progressivement complété par l'utilisation du second instrument : les taux directeurs. En fixant le taux directeur à un niveau souhaité, la banque centrale intervient

périodiquement à travers *l'open-market* pour influencer sur les taux interbancaires ; c'est-à-dire le taux auquel les banques se réfèrent pour leur besoin ou leur excès de liquidité. Les institutions financières parties prenantes à l'open-market sont souvent limitées en nombres. Par ailleurs, les opérations sont conduites sous forme d'enchère avec diverses modalités, que ce soit pour les opérations d'ajustements fins (*fine tuning*), pour le court et/ou le long terme.

Les banques centrales ont aussi recours aux réserves obligatoires. Il s'agit d'une fraction des dépôts des clients des institutions financières que celles-ci doivent constituer auprès de la banque centrale. Lorsque les réserves obligatoires ont un impact effectif, elles jouent autant comme un facteur régulateur de la masse monétaire que comme un instrument de régulation prudentielle. Dans le premier cas, elles permettent de contrôler le marché monétaire en accroissant ou en réduisant la demande de monnaie fiduciaire et donc, en dernier ressort d'influer sur les taux d'intérêt. Dans le second cas, à travers la contrainte d'avoir une écriture permanente dans les livres de la banque centrale, elles sont plutôt dissuasives pour les banques qui souhaiteraient, par exemple, s'engager dans une création monétaire excessive.

Par ailleurs, certaines banques centrales se présentent explicitement comme les prêteurs en dernier ressort afin d'assurer, au besoin, la stabilité des systèmes financiers. Pour ce faire, elles mettent à la disposition des banques ayant un besoin en ressources financières des fonds dits d'escompte, généralement rémunérés à un taux supérieur au taux directeur de base. Aussi, il semble important d'indiquer que les interventions des banques centrales sont souvent adossées sur des actifs. La nature de ces collatéraux, contreparties des emprunts des banques, s'avère être aussi un instrument de régulation monétaire. En effet, en relevant ou en abaissant les contraintes d'éligibilité de ces actifs, les banques centrales peuvent réguler la quantité de monnaie mise en circulation. Enfin, les banques centrales disposent de toute une gamme de mesures de réglementation prudentielle afin de mieux encadrer les établissements de crédits et éviter ainsi que le défaut des systèmes de paiements.

1.1.2 Les canaux de transmission de la politique monétaire

Les interventions de la banque centrale influent sur l'activité économique principalement à partir des variations des taux directeurs. Les mécanismes d'enchaînement de ces impacts sur l'économie réelle sont appelés les canaux de transmission de la politique monétaire. De façon simplifiée, la séquence de base des impacts est la suivante : les variations des taux d'intérêt jouent sur les comportements des ménages, des entreprises et des intermédiaires financiers, soit en modifiant le patrimoine des agents non financiers soit en affectant les équilibres sur les différents marchés autant des biens que des services.

Lorsque ces impacts sur l'économie réelle passent par les investissements ou la consommation, on parle du canal du taux d'intérêt. Quant au canal du taux de change, il illustre la transmission des signaux de la politique monétaire sur l'économie réelle à travers les échanges internationaux. Les effets de la politique monétaire se transmettent aussi via la valeur des titres financiers. Lorsqu'ils passent par l'effet de levier (voir Encadré 2), suite à la hausse des prix des actions des entreprises, il s'agit du canal du Q de Tobin. Le canal de l'effet de richesse en est le complémentaire. Il se met en place lorsqu'il est admis que les ménages lissent leur consommation par rapport à leur cycle de vie. Ainsi, une hausse de leur richesse se traduira par un accroissement de leur niveau de consommation favorisant ainsi les investissements. À ces trois mécanismes de transmission, généralement appelés le canal du prix des actifs, s'ajoute le canal du crédit qui se décline sous deux formes : le canal strict (ou étroit) et le canal large.

Le canal du crédit illustre la transmission de la politique monétaire sur l'économie réelle à travers les opérations d'intermédiation financière des banques. Ayant été établi que les conditions de refinancement des banques dépendent des variations des taux directeurs, ces institutions les répercutent sur les conditions de financement des économies. Dans ce cas, on parle du canal du crédit strict. Dans les économies soumises à une large intermédiation financière de marché, les variations des taux directeurs modifient les structures des bilans des entreprises à travers leurs dettes ou le coût de capital. Les effets induits sur les primes de risque déterminent les comportements sur les marchés financiers. Ce mécanisme de transmission est appelé

canal large, car il amplifie dans le canal du Q de Tobin et celui des taux d'intérêt. Par exemple, dans le cas d'une hausse des taux directeurs, l'endettement d'une entreprise s'accroît et entraîne ainsi une hausse des primes de risques associés à la valeur des titres qu'elle a émis. Une évolution défavorable sur les marchés boursiers aura in fine un impact négatif sur les investissements des entreprises et la consommation des ménages.

La première année du déclenchement de la crise (2007-2008), les banques centrales ont eu recours aux instruments traditionnels de gestion de la politique monétaire. À partir de septembre 2008, l'ampleur de la crise et la relative inefficacité des interventions conventionnelles des banques centrales ont amené celles-ci à repenser leurs méthodes d'action.

1.2 La politique monétaire de sortie de crise :

L'ampleur du dysfonctionnement des marchés interbancaires a rendu inopérants les instruments traditionnels d'intervention des banques centrales. Ni les injections de liquidité à travers l'open-market, ni l'assouplissement des conditions d'escompte n'ont pu enrayer la panique.

Des nouvelles stratégies monétaires pour la sortie de la crise financière internationale de 2007 se sont imposées. Les différentes mesures mises en œuvre ont visé à pourvoir en liquidités suffisantes les institutions financières, à soutenir ces dernières contre un éventuel défaut et à rétablir la confiance dans le fonctionnement du marché interbancaire.

1.2.1 Les mesures monétaires non conventionnelles

La crise financière de 2007 a ouvert la voie à de nouvelles formes d'intervention et de gouvernance de la politique monétaire appelées les mesures non conventionnelles.

Les mesures non conventionnelles sont principalement de trois ordres. La première mesure fut couramment appelée « la doctrine Bernanke » du credit easing. Il s'agit des circonstances où une banque centrale se substitue aux institutions financières pour financer indirectement les économies. Les modes opératoires de la banque centrale sont pour l'essentiel l'élargissement du refinancement et l'achat des actifs financiers. Du fait du nouveau rôle actif de la banque centrale comme intermédiaire financier au premier plan, les mesures constituant le crédit easing ont conduit à la modification de

la composition de bilan des banques centrales, tant à l'actif qu'au passif. Elles sont résumées dans le tableau ci-dessous.

Les banques centrales ont acheté des titres financiers auprès des banques afin de mettre à la disposition de ces dernières de la liquidité. Cela s'est traduit par une augmentation de la base monétaire, d'où la modification du passif des banques centrales. L'assouplissement des conditions de refinancement ainsi que l'acquisition des titres financiers à la suite de l'élargissement des collatéraux exigibles ou celui des contreparties éligibles aux opérations d'open market, ont permis l'amélioration des conditions et des possibilités de financement bancaire. En même temps, cela c'est traduit par une modification de l'actif des banques centrales.

A ce jour, il est à souligner qu'il semble n'y avoir aucune étude proposant une évaluation de l'exposition des banques centrales aux risques inhérents au crédit easing.

La deuxième plus importante mesure non conventionnelle est la fixation des taux directeurs à un niveau quasiment nul. Par ce faisant, les banques centrales espèrent ainsi ancrer les anticipations des ménages et des entreprises afin de réduire les incertitudes sur les taux courts et donc sur le niveau des taux longs. En effet, lorsque la banque centrale annonce qu'elle laissera inchangés ses taux directeurs, surtout lorsqu'ils sont bas ou presque nuls, elle permet aux intervenants de fixer leurs anticipations de façon à ce que les rendements de titres obligatoires à long terme suivent le mouvement à la baisse. Ces anticipations sont contenues aussi longtemps que la banque centrale tiendra ses engagements, surtout lorsque cette dernière indique clairement les conditions dans lesquelles elle modifiera ses taux directeurs. La Réserve Fédérale américaine a adopté cette mesure au cours du dernier trimestre 2008. Elle a été suivie par les principales banques centrales des pays industrialisés.

Mises à part ces deux mesures non conventionnelles, la crise de 2007 a amené les banques centrales à établir des collaborations inédites, souvent considérées comme la troisième série de mesures non conventionnelles. D'abord, il y a la technique du swap de devises qui vise à fournir de la liquidité à des banques étrangères autrement impossible en temps normal.

En effet, en règle générale, les textes réglementaires ne permettent pas aux banques centrales de fournir de la liquidité à des banques étrangères implantées dans leurs

juridictions monétaires. Pour contourner cette contrainte, la Réserve Fédérale américaine a initié avec les banques centrales partenaires, un programme d'accord de swap de change (ou de devises). Le principe de ces opérations consiste, pour une banque centrale, à ouvrir à d'autres banques centrales une ligne de crédits libellés dans sa monnaie (voir encadré). C'est ainsi que le 12 décembre 2007, dans le cadre de son programme de facilité d'escompte (Term Auction Credit Facility), la Réserve Fédérale américaine a ouvert à la Banque Centrale Européenne (BCE) et à la Banque Centrale Suisse des lignes de crédits en dollars. De ce fait, les banques centrales européenne et suisse ont pu répondre au besoin de liquidité, en dollars, des banques qui relèvent de leur juridiction monétaire mais implantées aux États-Unis.

L'année 2008 a vu la généralisation de ces accords d'opérations de swap. Ils ont été ouverts à la plupart des banques centrales des pays industrialisés et de certains pays émergents comme le Brésil, avec des lignes de crédits allant de 15 milliards de dollars US pour la Banque Centrale Norvégienne à un montant illimité pour la BCE. De son côté, la BCE a conclu des accords d'opérations de swap avec d'autres banques centrales de pays européens non communautaires.

Toujours dans le troisième groupe des mesures non conventionnelles, la collaboration entre les banques centrales devait connaître un nouvel essor avec le risque de contagion financière à grande échelle et la récession économique latente. Il fut alors développé la politique des taux directeurs coordonnés. En l'occurrence, les banques centrales, américaine, anglaise, européenne, canadienne, suisse, et suédoise ont convenu de baisser d'un demi-point, leur taux directeur de façon concertée le 8 octobre 2008. La banque centrale japonaise, avec un taux à 0,5 % ne pouvait que supporter l'initiative.

1.2.2 Les mesures prises pour assurer la liquidité bancaire

L'ensemble des mesures adoptées par les banques centrales, conventionnelles ou non, visait d'abord à garantir un minimum d'intermédiation bancaire et ensuite à restaurer la solvabilité des systèmes bancaires (Dziobek et Pazarbasioglu, 1997). Au nombre de ces mesures, il peut être retenu :

Les opérations de refinancement exceptionnelles, qui sont des interventions de refinancement par la procédure d'open market de cession temporaire

(pensions ou prêts garantis) ou exceptionnellement d'échange de devises et de reprise de liquidité. Les opérations ont été offertes plus systématiquement et aussi pour des échéances plus longues. Aussi, les allocations de liquidités aux opérations principales de refinancement ont été étendues.

L'élargissement des collatéraux éligibles. Les collatéraux éligibles, c'est-à-dire les actifs admis en garantie des opérations de crédit, ont été élargis. Le seuil des qualités de ces collatéraux ont été abaissés pour satisfaire les demandes de refinancement.

L'élargissement du nombre de contreparties éligibles. Les banques centrales ont élargi leurs listes de contreparties éligibles, c'est-à-dire les institutions financières remplissant des conditionnalités spéciales, telles la constitution des réserves obligatoires. Cette mesure devait permettre à ces nouvelles contreparties d'avoir accès aux facilités de refinancement à travers les opérations d'open market.

Les modifications du système de constitution de réserves. Des conditions liées à la constitution de réserves obligatoires ont été adaptées à la situation de la crise de liquidité. Elles ont pris diverses formes, notamment les exigibilités exclues de l'assiette des réserves ou la constitution des réserves sur une base consolidée.

Les modifications du système de facilités permanentes. Les procédures de facilités permanentes, c'est-à-dire les mises à disposition par la banque centrale de prêts marginaux aux contreparties éligibles, ont été aménagées afin de prendre en compte les nouvelles conditions assouplies de refinancement. Le but a été de fournir un support de refinancement temporaire.

Enfin, il y a lieu de noter que toutes ces mesures, largement mises en œuvre dans le cadre du crédit easing, ont pris tout leur sens parce que le financement de ces pays par les marchés financiers est prépondérant et ce, en plus de la marchandisation assez avancée des activités bancaires. En un sens, ces mesures ont apporté une solution au manque de liquidité des banques car elles ont permis de faciliter les crédits bancaires et surtout de faire baisser les écarts de taux dans le cadre d'une politique de taux directeurs nuls.

Les différentes mesures de fourniture de liquidité ont commencé à donner des signaux positifs dès la fin de l'année 2009. Néanmoins, les effets des politiques

monétaires de sortie de crise auraient sans doute été largement limités sans le soutien des autorités publiques.

2. Les plans de sauvetage :

La crise est le résultat de trois principaux échecs à savoir : (1) un échec des mécanismes de régulation et de supervision bancaires des pays développés; (2) un échec des institutions financières privées dans la gestion des risques qui est une des fonctions des institutions financières; (3) un échec des mécanismes de discipline de marché : le marché autorégulateur n'a pas fonctionné (FMI, 2008). En d'autres termes, la gestion des risques, l'information, la régulation et le contrôle n'ont pas suivi le rythme de l'innovation, favorisant la prise de risques excessifs et l'inflation des actifs (Sacasa, 2008).

2.1 Le plan américain : Certains principes ont guidé le travail des parlementaires américains : soutenir les marchés financiers pour stabiliser l'économie, rembourser le contribuable, préserver la propriété, promouvoir la croissance économique et maximiser le retour sur investissement, mieux superviser *Wall street* et réformer la rétribution des dirigeants. Le tout s'appelle le *plan Paulson*, et ne fait pas l'unanimité à travers le monde. Ce plan pour la finance américaine a été adopté vendredi 3 octobre 2007 par la chambre des représentants après l'accord du Sénat mercredi.

Ce texte de 106 pages s'ouvre sur un exposé du secrétaire au Trésor *Henry Paulson*, indiquant que l'Etat va racheter 700 milliards d'actifs douteux liés au crédit hypothécaire. Appelé aussi "**Loi de stabilisation économique d'urgence**", le projet vise à "fournir immédiatement le pouvoir et les moyens dont le secrétaire au Trésor pourra faire usage pour rétablir la liquidité et la stabilité du système financier des Etats-Unis".

Les principales mesures décidées sont :

- Une 1ère enveloppe de 250 milliards dollars : Henry Paulson, avait demandé 700 milliards de dollars. Le congrès n'était près à autoriser qu'une 1ère enveloppe de 350 milliards de dollars en vue d'acheter les actifs invendables,

toute rallonge supplémentaire devra à nouveau être examinée par les parlementaires. Une 1^{ère} tranche était immédiatement disponible, suivie d'une autre de 100 milliards.

- Assurer les produits litigieux : Afin de réduire la facture pour l'Etat, les républicains n'ont eu de cesse que de faire adopter l'idée d'une assurance pour les produits litigieux. Le gouvernement pourrait créer un programme d'assurance auquel souscrivaient les banques.

- Contrôles renforcés : Pour assurer le maximum de transparence, un comité bipartisan de parlementaires supervisait l'exécution du plan et quatre agences sont impliquées pour assurer la protection du contribuable. La Cour des comptes américaine, le *Government Accountability Office*, sont en lien direct avec le Trésor et conduit des audits afin de renforcer les contrôles internes mais aussi d'éviter les abus et les fraudes.

- Restrictions sur les rémunérations des dirigeants : Les dirigeants dont les établissements céderont des actifs à l'Etat verront des restrictions imposées sur leur rétribution. Les parachutes dorés à plusieurs millions de dollars seront interdits. Il leur sera même demandé de rendre les bonus versés si les gains promis par le management n'ont pas été au rendez-vous.

- Restructuration de la dette des particuliers et aides aux PME : Devenu propriétaire des actifs douteux, l'Etat aura toute latitude pour modifier les crédits immobiliers des particuliers qui peinent à rembourser, il pourra changer le taux d'intérêt imposé comme prolonger la période de remboursement. Il s'agit d'éviter les 2 millions de saisies anticipées pour l'année 2009. Afin d'aider les petites entreprises à accéder au crédit, l'Etat autorise les petites banques à déduire les pertes qu'elles ont encourues en détenant des actions des deux agences hypothécaires, Fannie Mae et Freddie Mac.

- Prise de participation dans le capital des banques : En échange de ces liquidités pour racheter les créances douteuses des banques, l'Etat prend une participation dans les établissements financiers qui participent à son programme. En cas de défaillance de la banque, les contribuables seront les premiers remboursés sur

les actifs de la société. Toute les banques, fonds de pension et collectivités locales peuvent céder leur actifs à l'Etat.

Un mandat accordé au secrétaire au Trésor pour se coordonner avec les autorités et les banques centrales d'autres pays pour mettre en place des plans similaires. D'où il y avait également d'autres plans de sauvetage notamment pour les plus touchés de cette crise comme le plan de sauvetage Européen.

2.2 - Plan de sauvetage européen

L'Europe a mis la main à la poche. Mieux, la crise a amené les Etats à s'entendre politiquement autour des dispositions de la constitution européenne pour assainir les finances et renflouer les banques. Les Européens ont serré les rangs comme promis lors du sommet des sept grands pays riches (G7), tenu le 10 octobre à Washington. D'un commun accord, ils ont décidé

de débloquer 1700 milliards d'euros pour venir au secours de leurs banques et redresser l'économie en sept points que sont :

- Garanties des prêts interbancaires : De nombreux Etats européens ont annoncé la garantie des prêts interbancaires pour relancer ce marché totalement bloqué par la crainte de faillites de banques. Plusieurs milliers d'euros sont injectés, mais le coût réel et total pour les Etats ne sera connu qu'à postériori.

- Aides directes pour la recapitalisation des banques : Pour reconstituer les capitaux des banques et leur permettre d'assumer de nouveau leur rôle de financement des ménages et des entreprises, plusieurs Etats européens ont prévu d'aider à leur recapitalisation. En contrepartie, les gouvernements exigent par exemple une suppression des bonus des dirigeants, ou une suspension des dividendes aux actionnaires.

- Nationalisation partielle ou totale des banques : Plusieurs banques ont tout simplement été partiellement ou totalement nationalisées, par le biais de leur rachat par un ou plusieurs Etats, présenté comme mesure temporaire. C'est le cas par exemple en Grande-Bretagne.

- Injections de liquidités : Les principales banques centrales européennes prêtent quotidiennement aux banques des centaines de milliards d'euros

supplémentaires depuis le début de la crise. On présente les liquidités injectées au suivant :

2.2.1- Le plan du Royaume uni ; Le coût du plan s'élève à 22,5 milliards d'euros (1,3% du PIB). Il comprend la baisse de la TVA, des aides directes aux PME (pour 1,2 milliard), l'augmentation de la retraite minimum, des allocations familiales ou des crédits d'impôts pour les revenus les plus faibles. Le Trésor a aussi dépensé 120 milliards d'euros depuis un an en nationalisations et recapitalisations de banques.

2.2.2- Le plan de la France : Le plan français se chiffre à 26 milliards d'euros (1,3% du PIB) et étalé sur deux ans. Il est presque totalement centré sur l'investissement public (4 milliards d'euros à la charge de l'Etat) et l'aide aux entreprises. Ce plan fait suite à une aide de 22 milliards d'euros pour les PME et un plan massif de soutien aux banques (320 milliards sous forme de garantie) et 40 milliards de prêts pour reconstituer les fonds propres.

2.2.3- Le plan de l'Allemagne : Le plan de relance 2 est de 50 milliards d'euros sur deux ans (2% du PIB), et s'ajoute au plan, jugé insuffisant, de 31 milliards adopté en novembre 2008. Les baisses d'impôts atteindront 9 milliards. Les bas revenus seront les plus concernés. Les cotisations maladie passeront de 15,5% à 14,9%. Cela coûtera à l'Etat 11,5 milliards sur deux ans.

2.2.4- Le plan de l'Espagne. L'Etat va injecter 17 milliards d'euros (1,7% du PIB), dont 11 milliards d'euros versés aux municipalités pour qu'elles lancent des chantiers et créent des emplois au plus vite, sans compter le plan d'aide aux banques, notamment sous forme de garantie de l'Etat (jusqu'à 100 milliards d'euros).

■ Rachat de créances par l'Etat : on a prévu la possibilité de racheter douteuses des banques, comme le font les USA avec le plan Paulson.

■ Garantie des dépôts : L'Union Européenne a décidé de relever, pendant une période initiale d'un an, de 20000 à 50000 euros le seuil minimal de garantie bancaire des dépôts par personne en cas de faillite d'un établissement. Certains pays ont décidé d'une garantie totale.

■ Normes comptables: les pays de la zone euro ont recommandé un assouplissement des normes comptables pour les banques pour rendre leurs bilans moins sensibles aux variables des marchés.