



La **crise** à la lumière de l'histoire

La crise financière actuelle est féroce, mais l'histoire montre comment éviter une répétition de celle de 1929

Charles Collyns

L'HISTOIRE économique est de nouveau en vogue. Au premier semestre de 2008, l'envolée des prix du pétrole et d'autres produits de base a ravivé le triste souvenir de la stagflation des années 70. Plus récemment, l'intensification extraordinaire de la crise financière mondiale depuis l'effondrement à la mi-septembre de Lehman Brothers a fait surgir du passé un spectre encore plus sinistre — celui de la grande crise des années 30.

Comparer la crise financière actuelle au cataclysme économique le plus profond et le plus dévastateur de l'histoire moderne peut paraître excessif, mais la crise en cours est indéniablement la plus dangereuse depuis la Seconde Guerre mondiale. Ce n'est pas tant la profondeur de la récession dans certains pays (des krachs financiers dévastateurs s'étaient déjà produits auparavant dans des pays avancés ou émergents), mais sa propagation jusque dans les moindres recoins de l'économie mondiale qui représente pour la prospérité mondiale une menace sans précédent depuis 70 ans.

Mais quelle est l'ampleur de la crise financière actuelle par rapport à celles du passé? Et surtout, quel sera son impact économique probable et que peut-on faire pour endiguer les dégâts et préparer le terrain pour la reprise économique? L'histoire peut aider à trouver des réponses à ces questions, en offrant à la fois une perspective utile pour comprendre l'ampleur et la gravité relatives de la crise actuelle, et des leçons précieuses pour tenter de la résoudre.

Ce n'est pas tout à fait la crise des années 30

L'ampleur des pertes financières qu'elle entraîne donne une bonne idée de la crise actuelle. Selon le dernier *Rapport sur la stabilité dans le monde* du FMI (2008), sur la base des prix du marché

de la mi-septembre, les pertes sur les crédits hypothécaires et autres s'élèveront à 1400 milliards de dollars aux États-Unis. Ce seraient les pertes les plus importantes en dollars de toutes les crises financières survenues depuis la guerre. En outre, elles vont sans doute s'alourdir avec l'intensification de la crise financière depuis la mi-septembre. En pourcentage du PIB cependant, ces pertes ne sont pas aussi élevées que celles qu'ont subies certains pays au cours de crises graves dans le passé (graphique 1).

Le degré de tension sur le marché offre un autre indicateur. Dans leur édition de 2008, les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (Lall, Cardarelli et Elekdag, 2008) présentent un indice de la tension financière depuis 1980, calibré pour dix-sept pays avancés. Cet indice — qui court jusqu'à fin septembre 2008 et couvre des variables telles que les marges interbancaires et les performances des marchés obligataires et des valeurs — a atteint un niveau comparable aux périodes de tension maximale précédemment enregistrées dans un échantillon de pays. Ce qui est encore plus frappant est que cette tension reste très élevée depuis près d'un an et touche tous les pays de l'échantillon (graphique 2). Et depuis septembre, les tensions se sont spectaculairement propagées aux pays émergents, dont nombre de ceux qu'on avait d'abord cru moins vulnérables aux facteurs extérieurs que par le passé grâce au renforcement de leurs bilans et de leurs énormes réserves internationales.

Il s'agit donc bien d'une crise d'une profondeur, d'une étendue et d'une férocité extraordinaires. Mais égale-t-elle l'effondrement financier des années 30? Pas tout à fait. Entre 1929 et 1933 aux États-Unis, 2500 banques ont fermé et le crédit bancaire s'est contracté d'un tiers. La bourse a chuté de 75 % par rapport à son maximum et le chômage a dépassé 25 %. En outre, la crise a

Distribution de pain à New York pendant la crise des années 30.

provoqué de graves récessions dans le monde entier. Par rapport à de tels événements, ce que nous avons vu jusqu'ici paraît encore assez contenu. Les fermetures de banques ont été très limitées, et les pertes sur les dépôts et autres créances sur les banques restent minimales, car les autorités de contrôle se sont occupées sans tarder des établissements en difficulté. Jusqu'ici du moins, le crédit bancaire demeure soutenu, car les autorités nationales n'ont pas ménagé leurs efforts pour éviter un effondrement très perturbateur du capital bancaire, même s'il a fallu pour cela recourir d'urgence à des instruments peu orthodoxes comme les nationalisations et l'injection de fonds publics.

Ramifications complexes

Quels effets aura cette crise financière sur l'économie globale? Ils sont complexes et se font sentir par de multiples canaux. D'abord, et surtout, l'accès au crédit bancaire sera certainement très restrictif pendant un laps de temps considérable, les banques cherchant à réduire leurs créances et à reconstruire leur assise financière. Les critères des prêts bancaires ont déjà été fortement durcis, et le seront sans doute encore davantage à mesure que le fléchissement des économies amplifiera les pertes des banques, même si les gouvernements fournissent des fonds publics pour renforcer leurs fonds propres. Ensuite, l'accès aux marchés obligataires s'est spectaculairement rétréci, non seulement pour les emprunteurs à risque, mais aussi pour les émetteurs les mieux cotés et les titres à court terme tels que les billets à ordre des entreprises qui sont normalement insensibles à ces risques. Troisièmement, la chute des prix des actions et de la valeur de l'immobilier résidentiel ont écorné le patrimoine net des ménages. On estime par exemple que celui-ci a chuté de 15 % aux États-Unis depuis un an. Quatrièmement, le financement extérieur des pays émergents est aussi beaucoup plus restreint, car l'inversion de l'effet de levier partout dans le monde et l'aversion croissante pour le risque réduisent l'intérêt des investisseurs pour ces marchés.

Quel sera l'impact global de tout cela? On peut en avoir une idée en examinant ce qu'il est advenu historiquement de l'activité économique à la suite des crises passées. À première vue, les constatations sont contrastées. L'étude récente des *Perspectives de l'économie mondiale* indique que seule la moitié environ des 113 épisodes de détresse financière des trente dernières années ont entraîné un ralentissement de l'économie ou une récession. Cependant, ce sont les caractéristiques d'un épisode de tension qui déterminent principalement l'envergure de son impact macroéconomique. Celui-ci tend à être beaucoup plus grave lorsque l'épisode s'accompagne d'une crise bancaire. En fait, les récessions associées à des crises bancaires ont tendance à durer deux fois plus longtemps et à être deux fois plus intenses, ce qui implique des pertes de production cumulées quatre fois plus importantes. Il est vraisemblable en outre que plus la détresse financière se prolonge, plus l'épisode sera dévastateur.

Les conditions préalables déterminent aussi de façon cruciale l'impact macroéconomique des tensions financières. Une source possible de résilience pour l'économie mondiale est que les bilans des entreprises étaient en général robustes lorsque la crise s'est déclenchée, étant donné les efforts de restructuration considérables qui avaient suivi l'effondrement de la bulle Internet en 2001-02. Les entreprises avaient dans l'ensemble réduit leur endettement et la rentabilité avait atteint des niveaux élevés, deux conditions qui devraient permettre d'atténuer le choc du resserrement des conditions de financement. Mais ce qui est beaucoup moins

rassurant, c'est que les patrimoines des ménages sont loin d'avoir l'air aussi solides, en particulier aux États-Unis où pendant les années du boom immobilier qui a duré jusqu'à la fin de 2006, les taux d'épargne ont chuté et les emprunts se sont envolés, et les baisses récentes des prix des actions et des logements ont entamé les patrimoines nets.

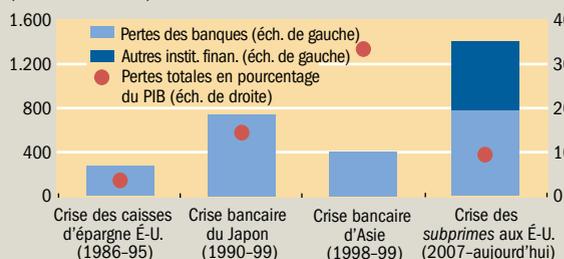
Qu'en est-il des pays émergents? Là encore, il convient de nuancer le tableau. Les comptes de leurs secteurs publics sont beaucoup plus sains qu'ils ne l'étaient pendant le ralentissement de 2001-02, et les principaux pays émergents ont accumulé de vastes trésors de guerre de réserves internationales et réduit leur dette publique en pourcentage du PIB pendant les années de forte croissance, ce qui leur offre une marge de manœuvre accrue face aux pressions extérieures (graphique 3). Mais ces meilleures conditions ne sont en aucune façon la règle. De nombreux pays émergents, en Europe mais aussi ailleurs, ont laissé s'accumuler d'importants déficits extérieurs courants, financés en partie par des entrées de capitaux bancaires et d'investissement de portefeuille qui subissent à présent des coupes brutales dans le contexte de désendettement mondial. Et même des pays dont les comptes sont solides présentent des faiblesses découlant de la croissance rapide du crédit bancaire privé et du surendettement

Graphique 1

Des pertes historiques

Certains pays ont connu de plus lourdes pertes pendant les crises passées qu'ils n'en ont subies jusqu'à présent avec la crise actuelle.

(milliards de dollars)



Sources : Banque mondiale et estimations des services du FMI.

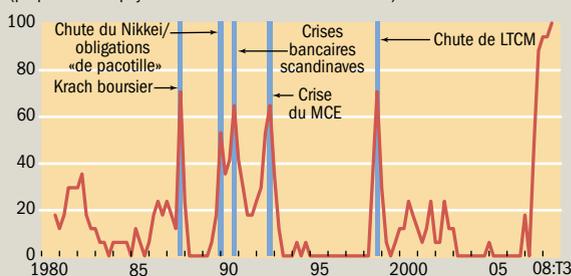
Note : Le coût des subprimes est une estimation des pertes pour les banques et autres institutions financières par les services du FMI. Tous les coûts sont en dollars réels de 2007. L'Asie comprend l'Indonésie, la Corée du Sud, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande.

Graphique 2

Haute tension

Avec la crise actuelle, la quasi-totalité des marchés établis connaissent des tensions considérables depuis près d'un an.

(proportion des pays subissant des tensions financières)



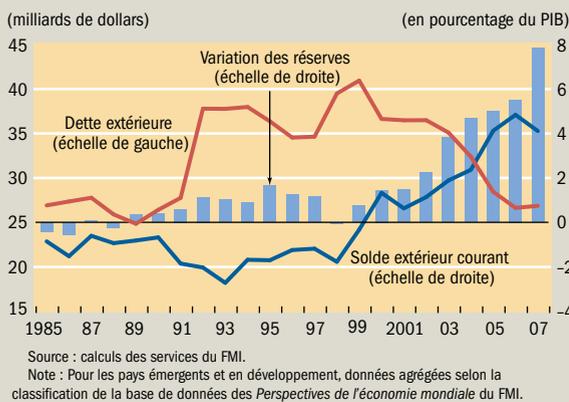
Sources : Haver Analytics; base de données analytiques de l'OCDE; OCDE, *Perspectives économiques* (2008); et estimations des services du FMI.

Note : MCE = mécanisme de change européen; LTCM = Long-Term Capital Management.

Graphique 3

En meilleure forme

Des réserves internationales accrues et un endettement réduit offrent à de nombreux pays émergents et en développement, mais non à tous, une protection pendant la crise actuelle.



des entreprises et des ménages, tous facteurs qui contribuent à présent aux brusques retraits des marchés émergents.

La chute des prix des produits de base, symptôme classique des renversements de la conjoncture mondiale, aggrave les pressions sur les pays exportateurs de produits de base, surtout ceux qui avaient dépensé une forte proportion des recettes accumulées.

Au vu de ces précédents historiques, l'économie mondiale se trouve au seuil d'une récession majeure. D'ailleurs, l'activité ralentit déjà, et la confiance des entreprises comme des consommateurs s'effondre. Selon les projections des dernières prévisions globales du FMI, en 2009, pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale, les économies avancées devraient voir leur activité se contracter en taux annuel. Les pays émergents devraient eux aussi ralentir considérablement dans l'ensemble, et plus fortement dans les pays les plus vulnérables, encore que la résilience de grandes économies comme celle de la Chine devrait soutenir quelque peu l'économie mondiale.

Les enseignements de l'histoire

Alors, que peut nous enseigner l'histoire sur la manière de contenir les dégâts et de réduire les risques de chute pour l'économie mondiale? La première leçon, et la plus importante, qu'offre chacune des crises financières depuis celle des années 30, est qu'il faut agir promptement, avec énergie et sur tous les fronts afin de remédier aux tensions financières. La priorité doit être d'étouffer les flammes, même si cela nécessite des mesures d'exception impensables en temps normal. Comme l'a dit l'ancien secrétaire au Trésor des États-Unis, Larry Summers, lorsque les marchés dépassent les bornes, les responsables politiques doivent en faire autant. Si la crise des années 30 a pris l'ampleur qu'on sait, c'est en partie parce que, pendant quatre ans après le krach boursier de 1929, les responsables publics ont suivi des politiques orthodoxes qui ont laissé le crédit se tarir, les banques faire faillite et la crise se nourrir d'elle-même. Aujourd'hui les responsables politiques sont très conscients de ce précédent qui donne froid dans le dos, notamment le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, qui a étudié la période de près pour mieux comprendre les interactions entre le secteur financier et le secteur réel de l'économie (Bernanke, 1983).

Un exemple plus récent à ne pas suivre est celui du Japon dans les années 90, où pendant de nombreuses années on a négligé de remédier à l'impact de l'éclatement des bulles immobilières et boursières sur les comptes des banques et des entreprises, ce qui a entraîné une décennie de croissance faible (voir Kang et Syed, p. 24–25, dans ce numéro). La réaction énergique aux crises bancaires nordiques du début des années 90, qui a créé les conditions d'une vigoureuse reprise économique après une récession marquée, est un exemple plus encourageant (voir Ingves et Lind, p. 21–24, dans ce numéro).

La deuxième leçon importante est que les mesures financières doivent être accompagnées d'une action au plan macroéconomique. L'efficacité de la politique monétaire étant limitée par les perturbations financières, la relance budgétaire doit jouer un rôle important pour aider à maintenir l'élan de l'économie réelle et enrayer le jeu des rétroactions négatives entre le secteur financier et le secteur réel. De fait on envisage de plus en plus d'accroître les dépenses d'infrastructure, à l'instar des programmes de travaux publics des années 30. Mais, comme le montre clairement l'exemple japonais, un appui macroéconomique ne peut en soi fournir qu'un peu d'oxygène, et non un remède; il est essentiel de profiter de ce répit pour résoudre les problèmes financiers sous-jacents, sinon le résultat sera une série de trains de mesures budgétaires dont l'impact ira décroissant. Et il convient aussi de comprendre que, dans les pays où la gestion défailante du secteur public faisait partie intégrante des causes du problème, comme c'est souvent le cas dans les crises des marchés émergents, les possibilités de réponses macroéconomiques seront limitées.

La troisième leçon est que les politiques doivent être efficaces au plan mondial. Là encore, la crise de 1929 offre l'exemple classique de ce qu'il ne faut pas faire : la politique du chacun pour soi, avec les hausses de droits de douane consécutives à l'adoption du tarif douanier Smoot-Hawley par les États-Unis, a contribué à répandre la crise autour du monde. Depuis les années 80, les crises de la dette latino-américaine et la crise asiatique offrent d'autres exemples des effets de la contagion négative des décisions d'un pays sur d'autres pays.

Heureusement, ces derniers mois ont clairement démontré l'avantage d'une coordination au plan international, notamment pour soutenir la liquidité, mieux protéger les dépôts et les positions interbancaires, liquider les institutions en faillite et détendre la politique monétaire. Des mesures sont aussi à l'étude pour assurer un financement adéquat aux pays subissant le contrecoup de la crise, notamment en facilitant l'accès aux crédits du FMI.

En somme, grâce à l'expérience du passé, il est possible d'éviter le pire qu'on a déjà connu. L'économie mondiale subit les coups de boutoir d'une crise financière colossale, mais nous pouvons contenir les dégâts par des mesures énergiques et coordonnées qui réparent les dégâts financiers, soutiennent l'activité et maintiennent l'accès au financement extérieur. ■

Charles Collyns est Directeur adjoint du Département des études du FMI

Bibliographie :

Bernanke, Ben, 1983, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73 (June), p. 257–76.

FMI, 2008, *Global Financial Stability Report (Washington)*, October.

Lall, Subir, Roberto Cardarelli, and Selim Elekdag, 2008, "Financial Stress and Economic Downturns," in *World Economic Outlook (Washington: IMF)*, October.