

L'impact macroéconomique des crises bancaires

Les banques sont au cœur du financement des économies et lorsque leur situation financière ne leur permet plus d'assurer cette mission, la croissance est compromise. C'est la raison pour laquelle, dans tous les pays, des plans de soutien au secteur bancaire ont été mis en place. Ces plans engagent les finances publiques mais le ralentissement de la croissance qui accompagnerait une paralysie du crédit serait potentiellement beaucoup plus coûteux.

Le déficit de croissance dû à la crise bancaire résulte de plusieurs facteurs parfois concomitants : l'éclatement d'une bulle boursière ou immobilière met les banques en difficulté mais réduit simultanément la richesse des autres agents économiques et pèse sur la consommation privée.

C'est pourquoi il est difficile d'isoler exactement l'effet des crises bancaires. Dans le passé, et si on prend en compte l'ensemble des pays (y compris émergents) les crises ont duré, en moyenne, entre trois et quatre ans, ont entraîné une charge, pour les finances publiques, de 13 % du PIB et un déficit cumulé de croissance, sur la même période, de près de 20 %.

Ces ordres de grandeur proviennent d'études sur les crises passées. Ils ne permettent nullement de prévoir l'avenir. Dans tous les pays, on a tiré les leçons des erreurs de politique économique qui, dans le passé, ont considérablement aggravé l'impact des crises bancaires. On sait aujourd'hui qu'il faut agir rapidement, et dans cet ordre, pour :

- recapitaliser le système bancaire ;
- rétablir des conditions monétaires et financières favorables au financement de l'économie ;
- soutenir temporairement l'activité par des mesures budgétaires appropriées.

C'est dans cette direction que s'engagent actuellement tous les pays, industrialisés et émergents, ce qui devrait permettre de stabiliser les économies et limiter le coût et l'impact de la crise.

1 | UN SYSTÈME BANCAIRE EN BONNE SANTÉ EST NÉCESSAIRE AU DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

Le développement économique passe par la réalisation d'investissements productifs et la couverture d'un besoin en fonds de roulement lié à la constitution de stocks et à la longueur du processus de production. Le financement des activités productives *via* les crédits aux entreprises, ou de la consommation *via* les crédits aux ménages, est donc crucial.

Source : Extrait du Focus n° 2 de la Banque de France, 5 décembre 2008. Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/publications/telechar/autres_telechar/impact_macro-crise-bancaire.pdf

Il peut s'effectuer par deux canaux : soit au travers des marchés financiers par émission et acquisition de titres, soit par l'intermédiation bancaire. Dans les économies modernes, ces deux canaux sont complémentaires. Mais le rôle des banques est clairement central.

- Les banques ont un rôle de transformation. Les épargnants, et tout spécialement les ménages, souhaitent détenir une épargne liquide, souvent de la monnaie, car celle-ci est utilisable aisément et sans risque comme moyen de paiement, tandis que les investisseurs ont besoin, au contraire, de financements à long terme. Les banques détiennent les dépôts monétaires des ménages et des entreprises et sont donc particulièrement bien placées pour effectuer cette transformation.

Les banques sont équipées pour juger de la qualité des projets des emprunteurs ; il y a très généralement une « asymétrie d'information » entre un prêteur potentiel et un emprunteur potentiel car, en principe, ce dernier connaît mieux que le prêteur sa situation et les risques qu'il court ; ce n'est qu'en limitant au maximum cette asymétrie qu'on arrive à convaincre des agents économiques de prêter à un taux raisonnable à ceux qui ont effectivement un projet pertinent. Lorsque ces asymétries sont trop élevées on court le risque soit de ne pas avoir de financement (dans le doute on s'abstient), soit, dans des moments d'exubérance, de financer des projets non créateurs de richesse.

Or, ce sont les banques qui, en raison de leurs relations de proximité et de long terme avec les demandeurs de financement, sont le mieux à même de réduire ces asymétries d'information.

Certes les grandes entreprises, régulièrement suivies par les agences de notation, peuvent faire l'économie de l'intermédiation bancaire mais on connaît les limites de l'extension de ce financement direct sur les marchés à des financements de PME ou de ménages *via* le regroupement des crédits en *pools* ; il n'y a alors pas d'incitation suffisante à assurer la bonne qualité des financements.

Un système bancaire en crise ne peut assumer correctement son activité d'intermédiation ; il y a arrêt des financements nouveaux, ce qu'on appelle un *credit crunch*. Deux mécanismes peuvent jouer :

- l'insuffisance de fonds propres des banques. Les règles prudentielles proportionnent les risques que peuvent prendre les banques à leurs fonds propres. En période de retournement économique et financier, des pertes peuvent apparaître qui réduisent le capital des banques ; cet effet peut être amplifié par des règles comptables qui imposent, pour certains actifs, des valorisations instantanées en prix de marché. Parallèlement, les risques, souvent mesurés par référence à des notations d'agences régulièrement abaissées en période de crise, augmentent et requièrent plus de fonds propres ;
- l'insuffisance de liquidité. Lorsque les marchés ne fonctionnent plus et que les banques n'ont plus l'assurance de pouvoir se financer, elles cessent de distribuer du crédit.

Ces deux « canaux » sont susceptibles de se combiner et de se renforcer, notamment en cas d'accumulation de crédits douteux dans certains établissements qui met en question leur solvabilité ; des faillites bancaires sont alors envisageables avec les effets de dominos associés. Tout le système se bloque, le financement de l'économie ne s'effectue plus.

2| LE COÛT DES CRISES BANCAIRES

Toutes les crises bancaires sont différentes même si elles partagent un certain nombre de caractéristiques communes. Très généralement elles 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 largement auto-entretenu puisque l'augmentation de la valeur des actifs qui sont susceptibles d'être utilisés pour garantir les prêts justifie de nouveaux prêts, même si la justification économique intrinsèque de ces derniers n'est pas avérée. 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, les banques les plus engagées deviennent insolubles et tant que des doutes subsistent sur l'ampleur et la répartition des pertes, les marchés deviennent totalement illiquides.

Le calcul du coût économique d'une crise est difficile. Idéalement, il faudrait pouvoir comparer la croissance effective avec ce qu'elle aurait été en l'absence de crise bancaire. On doit donc faire des estimations conventionnelles qui donnent des ordres de grandeur.

Le tableau suivant, qui ne concerne que les pays développés est extrait d'un document de travail du FMI analysant notamment les incidences sur la croissance des crises bancaires intervenues dans le monde de 1970 à 2007.

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

Source : Laeven et Valencia (2008)

L'ampleur variable des crises traduit des circonstances particulières à son apparition mais elle résulte aussi des réponses apportées par les autorités publiques tant en termes de gestion de la crise bancaire que de politique macroéconomique.

L'expérience des précédentes crises bancaires indique donc que la nature, la rapidité et l'ordre dans lequel les pouvoirs publics prennent leurs mesures déterminent très largement l'ampleur et le coût de la crise. La restauration d'un système bancaire en bonne santé, c'est-à-dire avec des fonds propres importants et une rentabilité suffisante est un préalable à toute relance efficace de l'activité par les mesures de politique macroéconomique habituelles comme les divers types de relance budgétaire ou la baisse des taux d'intérêt.

[...]

Les plans de relance économique

Compte tenu des risques de très forte contraction de l'activité liés au processus de *deleveraging*¹, les relances économiques ne sont venues qu'après le traitement de la crise financière.

[...]

Les mesures doivent être massives pour avoir un effet significatif et rapide sur l'économie. Elles doivent être temporaires pour éviter une dégradation structurelle des finances publiques qui déclencherait des comportements d'épargne (on dit que les ménages sont alors « ricardiens » c'est-à-dire qu'ils anticipent un renforcement futur de la fiscalité et épargnent une partie importante du surcroît de revenu procuré par la relance budgétaire) ; elles doivent être ciblées vers les ménages ayant la plus forte propension à consommer et vers les investissements les plus structurants pour l'avenir ; elles doivent enfin être coordonnées pour minimiser les « fuites », en fait un surcroît d'importations, vers les pays ne relançant pas leur économie.

De fait, on constate que des plans de relance très significatifs sont désormais en préparation dans l'ensemble des pays touchés par la crise, économies développées ou émergentes. C'est dans ce cadre que se situe le plan de relance récemment présenté par la Commission européenne. Il correspond à un montant total de 200 milliards d'euros, soit 1,5 % du PIB de l'Union européenne; chaque État participerait à hauteur de 1,2 % de son PIB national, le 0,3 point restant étant apporté par la Banque européenne d'investissement (BEI). Les « circonstances exceptionnelles » prévues dans le Pacte de stabilité et de croissance pourraient être évoquées au titre de 2009 et 2010, ce qui permettrait de dépasser temporairement le seuil de 3 % du déficit ; le retour à l'équilibre budgétaire de moyen terme, prévu jusque-là pour 2010 au plus tard, est désormais repoussé à une date indéterminée.

[...]

Source : Extrait du Focus n° 2 de la Banque de France, 5 décembre 2008. Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/autres_telechar/impact_macro-crise-bancaire.pdf

1 Diminution du niveau de « levier » des banques. Voir glossaire.

1 | LES PLANS DE RELANCE EN EUROPE

L'aggravation de la crise a incité les États à recourir activement à l'arme budgétaire

- Jusqu'en septembre 2008, les mesures ont été limitées à un petit nombre de pays (l'Espagne et l'Italie notamment). Dans ces deux pays, les plans combinaient une mesure immédiate en faveur des ménages (sous forme de baisse ou de suppression d'impôt) et un ensemble de programmes de moyen terme destinés à réformer la fiscalité ou à soutenir certains secteurs tels que le logement.
- Depuis le mois de septembre, on observe une généralisation des plans de relance en réaction à la contagion de la crise financière (et immobilière) au secteur réel (Allemagne, Espagne, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède,...). La Commission européenne a ainsi proposé un plan de relance global à l'échelle de l'UE à 27 (cf. *supra*). La France a annoncé un plan de mesures le 4 décembre.
- Encore plus récemment, plusieurs pays ont complété leur plan initial par des mesures supplémentaires (Royaume-Uni, Espagne) ou par un nouveau plan de relance (Allemagne).

Les montants concernés (voir les tableaux *infra*)

Ils sont la plupart du temps proches de 1,2 point de PIB, ainsi que l'a recommandé la Commission européenne, avec des effets concentrés sur 2008 et 2009. L'Allemagne et l'Espagne font figure d'exception au niveau européen, avec un stimulus budgétaire de respectivement 3,3 % (pour le total des deux plans) et 3,7 % du PIB.

Nature des plans et spécificité des instruments privilégiés

Le plan annoncé par la Commission européenne fin novembre recommandait quelques principes généraux (mesures intervenant de façon opportune dans le temps, temporaires, ciblées et si possible coordonnées) sans pour autant suggérer de dosage précis. De fait on peut être frappé par la grande variété des instruments mobilisés, soit sous forme de dépenses supplémentaires, soit par réduction de recettes. Certains plans privilégient la stimulation de la demande (Royaume-Uni, à un moindre degré l'Espagne, l'Italie ou le deuxième plan allemand), d'autres les mesures en faveur de l'offre (plan français, premier plan allemand).

Mesures sur les dépenses

- Ces plans comportent pratiquement tous des mesures de soutien de la croissance de moyen terme grâce à l'augmentation des dépenses publiques d'infrastructure (réseaux routiers, réseau ferroviaire,...) et des mesures de soutien au secteur du logement (construction et rénovation de logements sociaux principalement).

Source : Banque de France, Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques, document de travail, 2008

- Plusieurs pays ont également annoncé des mesures de court terme d'aide aux agents privés les plus touchés par la crise (augmentation des transferts aux ménages à revenu modeste et aux chômeurs). Toutefois ces aides sont pour la plupart d'une ampleur limitée.

Mesures sur les recettes

- Seul le Royaume-Uni a choisi d'opérer une baisse temporaire du taux normal de TVA de 2,5 points. Cette mesure (préconisée par le rapport Bruegel) a été critiquée par de nombreux experts comme inopportune en phase de forte désinflation et sans doute peu efficace en raison des fuites par les importations. La piste d'une baisse des taux de TVA est à l'étude dans d'autres pays, dont la France, mais plutôt au travers de baisses ciblées sur les secteurs à forte densité de main-d'œuvre (bâtiment, restauration, services...) pour lesquels l'éviction est moins importante.
- La baisse des cotisations sociales employeur est une solution évoquée dans le plan proposé par la Commission et figure dans le second plan de relance allemand.
- La plupart des plans, enfin, contiennent des mesures fiscales ciblées pour les PME et le développement des économies d'énergie. Le plan français se distingue en outre par le poids important, proche de 40 %, des mesures destinées à renforcer la trésorerie des entreprises.

En résumé, les plans de relance européens décrits ci-après peuvent apparaître à plusieurs égards assez spécifiques dans leur approche, privilégiant selon les cas les mesures temporaires de stimulation de la demande (notamment de consommation) ou l'essor de l'offre productive, avec des délais d'impact inévitablement plus longs. Toutefois, on peut aussi observer que ces spécificités correspondent également à des facteurs contingents eux aussi spécifiques à ces pays. Ainsi,

- Le Royaume-Uni et l'Espagne ont été les plus précocement et les plus fortement touchés par le recul de la demande et la hausse du chômage, ce qui explique le recours à des mesures massives de soutien du revenu des ménages et de la consommation. L'Allemagne a suivi le pas dans son deuxième plan, alors que le premier était pour l'essentiel ciblé sur les aides aux entreprises.
- L'économie française est moins tirée que l'économie allemande par les exportations, et la consommation des ménages y a été relativement plus dynamique que chez ses partenaires européens. Cela justifie un recours relativement moins massif à des mesures de soutien de la consommation par rapport à des aides plus ciblées sur l'investissement public et privé ; par ailleurs, la situation budgétaire déjà tendue justifie que l'essentiel du plan soit constitué d'anticipations de dépenses futures plutôt que du développement de nouveaux projets.
- Enfin les marges de manœuvre budgétaires sont aussi très différentes d'un pays à l'autre au sein de l'Union européenne. Compte tenu de la nécessité de maintenir une trajectoire soutenable des dettes publiques à moyen et long termes, l'ampleur des plans de relance a de ce fait du être calibrée en fonction des capacités de chaque pays, sans pour autant qu'on puisse en inférer des comportements de « cavalier seul » de tel ou tel pays.

Panorama des principales mesures de réaction à la crise actuelle pour soutenir l'économie réelle, depuis janvier 2008, en zone euro et au Royaume-Uni

Pays	Date d'annonce / circonstances	Mesures annoncées	Montants mis en œuvre / commentaires
Union Européenne	26 novembre 2008 / plan de relance	Mesures suggérées sur 2009-2010 : <ul style="list-style-type: none"> • Baisses ciblées de TVA (secteurs à forte intensité de main-d'œuvre) • Allongement temporaire de la durée des indemnités de chômage • Réduction de la taxation sur les bas revenus • Mise en œuvre de réformes correctives à partir de 2011 	200 milliards € (1,5 % du PIB des 27 pays membres) dont 170 milliards (1,2 % des PIB) à l'échelle nationale et 30 milliards issus des fonds européens et de la BEI
Allemagne	5 novembre 2008 / 1 ^{er} plan de relance	<ul style="list-style-type: none"> • Ristourne fiscale pour les achats de véhicules propres • Crédits pour les PME garantis par la <i>Kreditanstalt für Wiederaufbau</i> (KfW) • Amortissement dégressif pour les investissements productifs fixé à 30 % • Aides aux particuliers pour rénover les logements • Investissements dans les infrastructures • Rallonge de 6 mois des indemnités de chômage saisonnier 	32 milliards € sur 2 ans, (1,3 % du PIB) dont 12 milliards de mesures nouvelles
	13 janvier 2009 / 2 ^e plan de relance	<ul style="list-style-type: none"> • Investissement dans les infrastructures • Réduction de cotisations sociales pour l'assurance-santé employeurs et salariés • Baisses d'impôts sur le revenu • Prime exceptionnelle de 100 € par enfant • Revalorisation des aides pour les chômeurs et meilleure indemnisation du chômage technique • Prime à la casse de 2 500 € • Fonds de garantie de 100 milliards € pour le financement des entreprises 	50 milliards € sur 2009-2010, soit 2 % du PIB Plan de remboursement de la dette intégré au plan de relance
	Total		
France	4 décembre 2008 / Plan de relance	<ul style="list-style-type: none"> • Soutien à l'industrie automobile, y.c. sous-traitants (2 milliards €) • Prime à la casse de 1 000 € (220 millions) • Soutien au bâtiment/logement (construction, doublement des prêts à taux zéro, ...) (> 2 milliards) • Relance par les grands travaux (accélération de projets déjà décidés) par effort de l'État, des collectivités territoriales et des entreprises publiques (10,5 milliards) • Soutien à l'investissement productif (garanties, amortissement accéléré) • Soutien aux trésoreries des entreprises, surtout PME (> 10 milliards) • 200 € aux ménages qui percevront le revenu de solidarité active (760 millions) • Soutien à l'emploi des PME <i>via</i> l'exonération totale de charges patronales pour les embauches de 2009 (700 millions) • Politique de l'emploi (contrats aidés, formation professionnelle) (500 millions) 	26 milliards € (1,3 % du PIB) Le déficit public passerait largement au-delà du seuil de 3 % et la dette publique au-dessus de 70 % du PIB en 2009 et 2010. En complément, création, le 20 novembre 2008, d'un fonds stratégique d'investissement (FSI) destiné à renforcer les fonds propres et à stabiliser le capital des entreprises françaises

.../...

Pays	Date d'annonce / circonstances	Mesures annoncées	Montants mis en œuvre / commentaires
Espagne	Avril 2008 / suite aux élections	<ul style="list-style-type: none"> • Hausse du salaire minimum (de 570 € à 800 € d'ici à 2012) • Baisse d'impôts • Versement de 400 € par foyer fiscal dès juillet • Aides fiscales pour réhabiliter les logements • Suppression de l'ISF, remodelage des droits de succession • Réduction de 30 % des charges administratives des entreprises d'ici à 2012 	Environ 20 milliards € sur 2 ans, dont 10 milliards en 2008 (1 % du PIB)
	Août 2008 / plan de relance	<ul style="list-style-type: none"> • Mesures de soutien aux PME • Construction de logements sociaux 	20 milliards € (dont une partie est une reprise des mesures annoncées en avril)
	Novembre 2008 / plan de relance	<ul style="list-style-type: none"> • Exonérations de charges et primes à l'embauche de chômeurs • Dépenses de R&D • Aide au secteur automobile 	10,9 milliards €
	Total		
Italie	Mai 2008/ suite aux élections générales	<ul style="list-style-type: none"> • Suppression de l'impôt sur l'habitation • Détaxation des heures supplémentaires et des primes de productivité (2,7 milliards) • Financement de ces mesures par une baisse des dépenses publiques 	
	29 novembre 2008 / décret anti-crise	<ul style="list-style-type: none"> • Ensemble de mesures de baisse de dépenses et de hausses de recettes qui procurent des ressources utilisées en 2009 et 2010 pour aider les ménages (3 milliards €, dont 2,4 dès 2009 aux ménages à bas revenus), réduire les impôts des entreprises (environ 2,3 milliards) et des ménages (0,7 milliard) et stimuler l'investissement 	5,6 milliards € en 2009 et 3,4 en 2010 (total de 0,6 % du PIB)
Pays-Bas	Septembre 2008 / projet de loi de finances	<ul style="list-style-type: none"> • Budget de relance pour 2009 financé par la hausse des revenus gaziers • Allègements de charges pour les ménages et les entreprises • Abandon du projet de hausse de la TVA • Salariés exemptés de cotisations chômage 	2,5 milliards € (0,4 % du PIB)
	Novembre 2008 / plan de relance	<ul style="list-style-type: none"> • Mesures fiscales et sociales • Aide aux entreprises (liquidités) • Avancement de certains grands travaux (delta, digues) • Mesures pour faciliter l'investissement des entreprises et l'innovation 	6 milliards € (1 % du PIB) financé par une « réserve »
	Total		

.../...

Pays	Date d'annonce / circonstances	Mesures annoncées	Montants mis en œuvre / commentaires
Royaume-Uni	Septembre 2008	<ul style="list-style-type: none"> Plan d'urgence de soutien du marché immobilier Aide aux familles touchées par la hausse des prix de l'énergie 	910 millions £ payés par les énergéticiens sur 3 ans
	25 novembre 2008 / plan de relance inclus dans le pré-budget	<ul style="list-style-type: none"> Baisse du taux normal de TVA de 17,5 % à 15 % du 1^{er} décembre 2008 au 1^{er} janvier 2010 (12,5 milliards £ dont 3,8 d'ici à mars 2009) Aide aux plus modestes (allocations augmentées plus tôt, incitations à épargner pour les plus pauvres,...) Construction et rénovation de logements sociaux Suppression des hausses d'impôts sur les sociétés prévues antérieurement Facilités de paiement pour les PME Exemptions d'impôts sur les dividendes étrangers Financement immédiat partiel par hausse des droits sur tabacs et alcools 	20 milliards £ (environ 1,5 point de PIB) injectés d'ici à 2011, dont 16,3 sur le budget 2009-2010 Accroissement de la dette publique de 37 % du PIB en 2008 à 57,4 % en 2013 Mesures de financement prévues en 2011-2012
	Début janvier 2009	<ul style="list-style-type: none"> Programme de construction "<i>New Deal</i>" (écoles, hôpitaux, infrastructures, énergie verte) : objectif = création de 100 000 emplois Paquet social : "<i>golden hello</i>" (subvention jusqu'à 2 500 £ pour l'embauche et la formation d'un chômeur depuis plus de 6 mois) Formation de 35 000 apprentis Garantie du gouvernement pour les crédits aux PME (jusqu'à 22 milliards £) 	10 milliards £ 0,5 milliard £ 0,14 milliard £
	Total		

2| LE PLAN AMÉRICAIN

L'administration Obama a soumis au vote du Congrès un vaste plan de relance de l'économie qui devrait selon ses estimations lui permettre de créer plus de 3,6 millions d'emplois en deux ans.

Le coût de ce plan de relance a été estimé lors de son adoption en première lecture par la Chambre des Représentants le 28 janvier 2009 à **825 milliards de dollars (5,8 % du PIB)**, soit bien plus que le plan de sauvetage de 700 milliards accordé début octobre au secteur financier. Parmi les mesures envisagées :

- 365,5 milliards de dollars seraient consacrés à la politique de grands travaux ainsi qu'à la réforme du système de santé ;
- 275 milliards seraient redistribués aux ménages et aux entreprises sous la forme respectivement d'exonérations fiscales et d'incitations fiscales soutenant l'investissement et le développement des énergies renouvelables ;
- 94 milliards de dollars seraient dédiés aux aides sociales pour les personnes sans emploi et les familles ;
- Le plan prévoit également une aide directe aux États américains d'un montant de 87 milliards destinée à financer les dépenses de santé du Medicaid ;
- 13 milliards de dollars seraient enfin consacrés au développement de l'accès aux technologies numériques.

Par ailleurs, ce 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.

3| RÉACTIONS À LA CRISE ET PRINCIPALES POLITIQUES DE RELANCE DANS LES PAYS ÉMERGENTS

Les réactions face à la crise financière mondiale sont apparues très diversifiées selon les zones géographiques. **Si les conditions monétaires se sont détendues dans la plupart des pays émergents** sous l'effet conjugué d'un assouplissement de la politique monétaire (baisse des taux d'intérêts et des réserves obligatoires en Asie et Moyen-Orient essentiellement) couplée à une dépréciation de la monnaie, **les plans de relance budgétaire se sont concentrés essentiellement en Asie.**

- **Politique monétaire et de change** : les pays émergents ont réagi à la crise par une baisse des taux d'intérêt (en Asie et au Moyen-Orient) et par une dépréciation généralisée de la monnaie par rapport au dollar (dépréciation de 55 % en Corée, 30 % au Chili, 27 % en Inde depuis le début de l'année ; dépréciation de 60 % au Brésil et 37 % en Turquie depuis le mois d'août).
- **Politique budgétaire** : la situation est plus contrastée, les plans de relance étant concentrés en Asie, zone qui a le plus de marge de manœuvre, avec quelques exceptions notamment en Argentine et au Moyen-Orient. En Asie, les plans de relance restent relativement modestes, de l'ordre de 1 à 3 % du PIB, à l'exception notable de la Chine qui a annoncé un plan correspondant à 16 % du PIB (sur plusieurs années ; équivalent à 6 % du PIB par an) qui pourrait être complété par un plan conséquent financé par les provinces. Pour l'Amérique latine, l'attentisme prévaut.

Source : Banque de France, Direction des Études et des Relations internationales et européennes, document de travail, 2008

Quelles sont les possibilités de financement qui s'offrent aux sociétés non financières?

Les autorités publiques ont mis en œuvre une série d'initiatives pragmatiques et innovantes pour faciliter le financement de l'économie et éviter que les banques ne « coupent le robinet du crédit ».

Mesures générales

L'État a créé en octobre 2008 une entité dédiée, la « Société de financement de l'Économie française » (SFEF) auprès de laquelle les banques françaises peuvent refinancer leurs prêts à moyen et long termes aux ménages, aux entreprises et aux collectivités territoriales. La SFEF lève des fonds *via* l'émission d'obligations notées AAA, de maturité inférieure ou égale à cinq ans, garanties par l'État et prête ensuite aux banques. L'enveloppe dont dispose la SFEF est de **320 milliards d'euros**. Toutefois, sur ce montant initial, 55 milliards de garanties ont déjà été apportés à Dexia le 3 novembre 2008, ce qui laisse un montant résiduel de 265 milliards d'euros. Pour accéder à ces facilités, les banques doivent prendre l'engagement formel de soutenir le crédit aux ménages, aux entreprises et aux collectivités territoriales (objectif de croissance du volume des prêts octroyés de 3 ou 4 % par rapport à 2007).

Pour coordonner les efforts de financement des entreprises, un **médiateur du crédit**, René Ricol, a été nommé en octobre 2008. Il reçoit et instruit les dossiers en provenance des entreprises qui affrontent de graves problèmes de trésorerie. Décliné au niveau départemental, le dispositif de médiation du crédit est accessible à toute entreprise qui peut saisir le médiateur du crédit, directement ou par l'intermédiaire du trésorier-payeur général de son département. La Banque de France joue un rôle actif dans ce dispositif par le biais du maillage départemental de son réseau de succursales, puisque les directeurs de la Banque de France assument le rôle de médiateurs départementaux.

Le Fonds stratégique d'Investissement, créé en octobre 2008, interviendra à hauteur de **20 milliards d'euros** en fonds propres pour favoriser le développement des entreprises, qu'il s'agisse de petites entreprises ou d'entreprises de taille moyenne. Il participera à la stabilisation du capital de certaines grandes entreprises françaises. Il sera géré par la Caisse des Dépôts et Consignations, sous la surveillance de l'Assemblée Nationale et du Parlement.

Mesures sectorielles

Au niveau européen, la Banque européenne d'Investissement (BEI) a mis **30 milliards d'euros** à disposition des banques pour le financement des PME en Europe.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

En complément, l'État français a rendu disponible à partir du mois d'octobre 2008 **26 milliards d'euros** de prêts pour assurer le financement des PME, maillon clé de l'emploi et de la croissance en France. Cette enveloppe inclut :

- **17 milliards d'euros** d'excédents d'épargne réglementée mobilisés et transférés aux banques, qui se sont engagées à les utiliser au profit des PME et des entreprises de taille intermédiaire et à assurer une remontée d'information mensuelle sur l'emploi de ces fonds ;
- **5 milliards d'euros** d'interventions de la part d'OSEO qui favorisera le crédit au bénéfice des PME, essentiellement *via* des mécanismes de garantie. OSEO, dont la mission est de soutenir l'innovation et la croissance des PME, facilite le financement de la trésorerie à court terme des entreprises et de leurs projets d'investissement, en partageant le risque avec les banques ;
- **4 milliards d'euros** supplémentaires dans le cadre du plan de relance de l'économie *via* OSEO, pour satisfaire les demandes de financement des PME qui étaient restées très fortes.

Les filiales de financement des constructeurs automobiles auront accès à **1 milliard d'euros** de refinancement, afin de relancer le crédit automobile. Cette mesure intervient dans le cadre plus large du plan de soutien au secteur automobile, qui devrait totaliser quelque **5 à 6 milliards d'euros**.

En janvier 2009, l'État a décidé d'utiliser la SFEF (cf. *supra*) pour mobiliser **5 milliards d'euros** afin de soutenir les ventes de l'aéronautique. Ce financement fait partie des **7 milliards d'euros** de contrats à l'exportation que les banques françaises se sont engagées à financer, en échange du renforcement de leurs fonds propres par l'État.

Impact des mesures

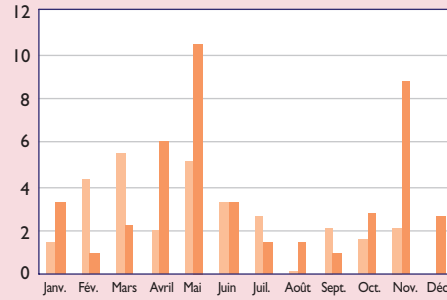
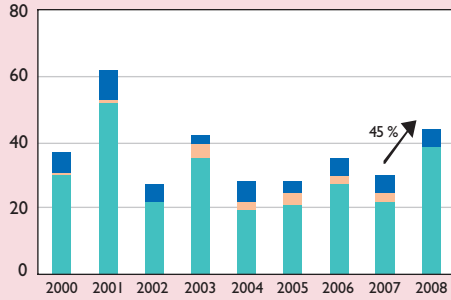
Il est encore trop tôt pour tirer un premier bilan de ces mesures. Néanmoins, en janvier 2009, le crédit aux entreprises en France continuait à croître à un rythme annuel de l'ordre de 10 %, ce qui contraste avec les inflexions à la baisse observées aux États-Unis ou au Royaume-Uni. De plus, le recours au financement de marché des entreprises françaises demeurait également dynamique, offrant aux grandes entreprises une source de financement alternative au crédit bancaire. À court terme, les entreprises peuvent émettre de la dette sur le marché français des billets de trésorerie qui a jusqu'à lors montré sa résilience. À moyen et long termes, les besoins de financement peuvent être couverts par des émissions obligataires, dont les émissions brutes ont augmenté de 45 % en 2008 en France. Cependant, cette possibilité ne reste offerte qu'aux entreprises de grande taille et peu risquées (cf. graphiques suivants), et moyennant un coût des émissions en forte hausse au cours de la période récente.

Flux des émissions brutes obligataires privées

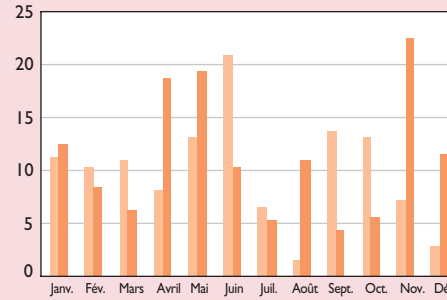
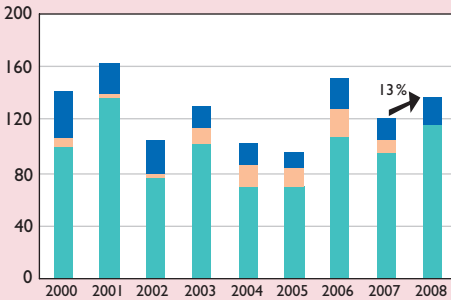
(en milliards d'euros)

Entreprises non financières

France



Zone euro

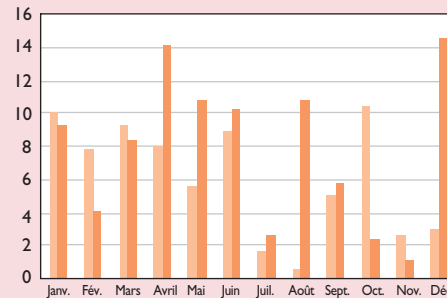
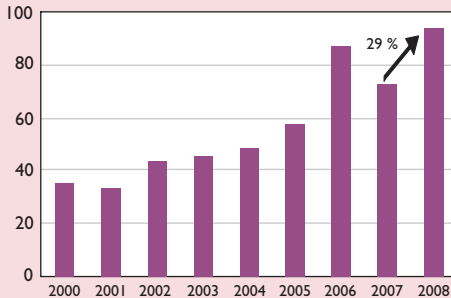


■ Investment Grade : notation de première catégorie (investissements plus sûrs)
 ■ High Yield : à rendement élevé (investissements risqués)
 ■ Autres

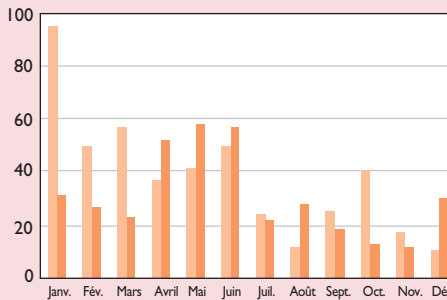
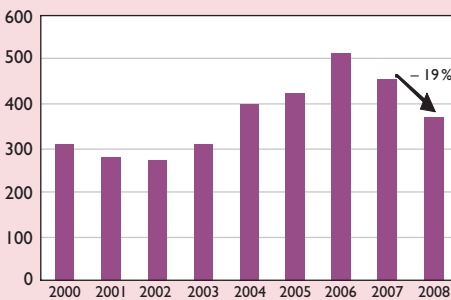
■ 2007 ■ 2008

Entreprises financières

France



Zone euro



■ Toutes catégories confondues

■ 2007 ■ 2008

Source : Dealogic ; calculs : Banque de France, Direction de la Stabilité financière

Déflation ou désinflation ?

La baisse rapide de l'inflation, dans un contexte de crise financière et de très fort ralentissement économique, conduit à évoquer le risque de déflation, situation où la baisse des prix est associée à une crise économique à la fois sévère et longue. Mais toute baisse de prix n'est pas synonyme de déflation ; il faut en fait distinguer les situations de déflation de celles, beaucoup plus positives, de désinflation. L'objet de ce focus est de préciser ces deux notions et de montrer que les facteurs actuellement à l'œuvre en France et dans la zone euro sont caractéristiques d'un mouvement de désinflation, lié notamment à une régularisation ponctuelle du niveau de certains prix, notamment ceux de l'énergie.

LA DÉFLATION : DÉFINITION ET MÉCANISMES

Définitions

L'inflation est une hausse continue et durable du niveau général des prix. Ce n'est pas un choc instantané, une hausse limitée à certains biens. C'est un processus permanent et général. L'inflation est alimentée par des anticipations : c'est parce que les salariés et les entreprises anticipent que les prix vont monter qu'ils ajustent eux-mêmes à la hausse leurs prix et leurs salaires.

Symétriquement, la déflation est un processus permanent et général de baisse des prix. Il n'y a pas déflation si seulement certains prix baissent. Par exemple les prix des ordinateurs portables ou produits électroniques de haute fidélité peuvent baisser sous l'effet du progrès technique. Mais ce n'est pas une déflation.

La désinflation est un ralentissement de l'inflation ou une baisse ponctuelle du niveau général des prix. Par exemple, si on passe de + 3 % par an à + 1 % par an, il y a désinflation. Si, par contre, on passe à une variation des prix négative de - 1 % par an et que cette baisse est anticipée comme durable, alors il y a déflation.

La spirale déflationniste

La désinflation est une bonne chose. Elle procure, notamment, du pouvoir d'achat aux ménages. Mais la déflation est particulièrement dangereuse pour une économie car elle déclenche des spirales qui peuvent provoquer ou accentuer une récession et dont il est très difficile de sortir.

Trois mécanismes sont à l'œuvre dans une spirale déflationniste :

- Anticipant une baisse continue des prix, les ménages sont incités à reporter leurs achats de biens durables, contribuant ainsi à réduire la demande agrégée adressée aux entreprises.

Source : Extrait du Focus n° 3 de la Banque de France, 22 janvier 2009. Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/debats/focus3.pdf

En retour, anticipant une réduction de leurs débouchés et une baisse de leurs profits, les entreprises sont tentées de diminuer leur production et de réduire leur demande de travail, contribuant ainsi à l'augmentation du chômage, à la baisse des salaires et à celle du revenu disponible des ménages.

- Un second enchaînement a été analysé, au lendemain du krach de 1929 par l'économiste américain Irving Fisher, qui a proposé en 1933 sa théorie de la « **déflation par la dette** ». La déflation augmente en effet mécaniquement le coût réel de la dette, généralement non indexé sur l'évolution des prix. Cette hausse du coût de la dette dégrade la situation des emprunteurs, notamment les entreprises, ce qui peut les conduire à réduire leurs investissements, voire à la faillite. De même, l'alourdissement de la dette des ménages peut les conduire à augmenter leur épargne, ce qui accélère, par un mécanisme auto-entretenu, la baisse de la demande agrégée. Enfin, la dégradation des perspectives des entreprises conduit les banques à resserrer leurs conditions d'octroi de crédit. La déflation se combine ainsi avec un *credit crunch*, c'est-à-dire une baisse brutale de l'offre de crédit bancaire.

- Enfin et surtout, la déflation peut paralyser la politique monétaire. Il est impossible, en effet, de baisser les taux d'intérêt en dessous de zéro. Mais, même à ce niveau, si les prix diminuent, par exemple, de 2 % par an, cela signifie que les taux d'intérêt réels supportés par l'économie sont fortement positifs (de 2 %), alors même que la situation (fort ralentissement de la croissance ou récession) justifierait au contraire des taux d'intérêt réels négatifs. La déflation impose à l'économie des taux d'intérêt réels très élevés par rapport à ce qui serait nécessaire. Elle contribue donc à créer et entretenir une spirale de récession dont il est très difficile de sortir : plus la croissance ralentit, plus les prix baissent, plus les taux d'intérêt réels sont élevés, ce qui accentue encore le ralentissement de la croissance.

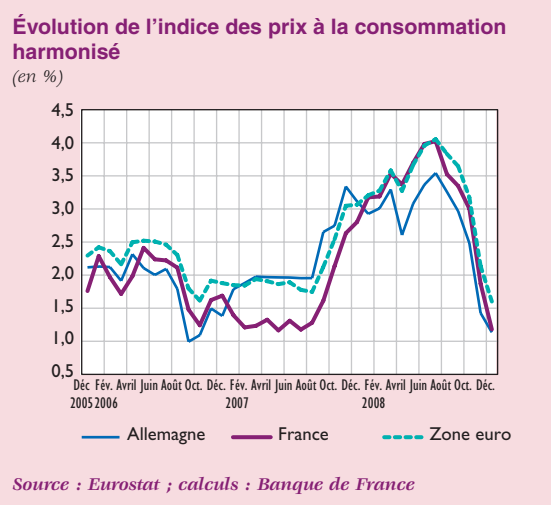
LA FRANCE ET LA ZONE EURO EN SITUATION DE DÉSINFLATION

À la date de rédaction de ce focus, la situation est la suivante :

Les pays de la zone euro enregistrent depuis l'automne 2008 une baisse du niveau général des prix et, en rythme annuel, une décélération rapide de l'inflation qui passe de 4,0 % en juillet en France et pour la zone euro à, respectivement, 1,2 % et 1,6 % en décembre 2008. Ce ralentissement est beaucoup plus rapide qu'on ne le prévoyait il y a seulement deux mois. Il a, en soi, des effets stabilisateurs sur l'économie car il provoque une hausse des revenus réels.

Deux facteurs contribuent à cette évolution :

- d'une part la baisse des prix du pétrole et des matières premières : ces prix avaient progressé de plus de 50 % en euros de juillet 2007 à juillet 2008 (plus de 75 % en USD) ; ils retrouvent actuellement leurs niveaux d'origine et il est peu probable qu'ils repartent très rapidement à la hausse ;



- et, d'autre part, la dégradation de l'activité économique, elle-même beaucoup plus accentuée et rapide qu'on ne le pensait ; en juin, l'INSEE prévoyait ainsi dans sa note de conjoncture une croissance 2008 de l'économie française de 1,6 % alors qu'elle devrait en fait être proche de 0,7 %.

- Il est probable que les États-Unis, ainsi que plusieurs pays de la zone euro connaîtront une inflation négative — c'est-à-dire une baisse du niveau général des prix en rythme annuel — pendant un ou plusieurs mois au milieu de l'année 2009. Cette situation devrait être temporaire. Elle est liée à des « effets de base » par lesquels, partant d'un niveau très élevé, la baisse des prix pétroliers fait apparaître optiquement, sur un an, une baisse du niveau général des prix.

L'apparition d'une spirale déflationniste apparaît aujourd'hui improbable

Plusieurs mois d'inflation négative ne suffisent pas à produire une déflation. Pour cela, il faudrait que se développe un processus continu et auto-entretenu de baisse du niveau général des prix. Il existe actuellement plusieurs freins et obstacles puissants à l'apparition d'un tel processus.

- La dynamique des prix et des salaires reste très positive.

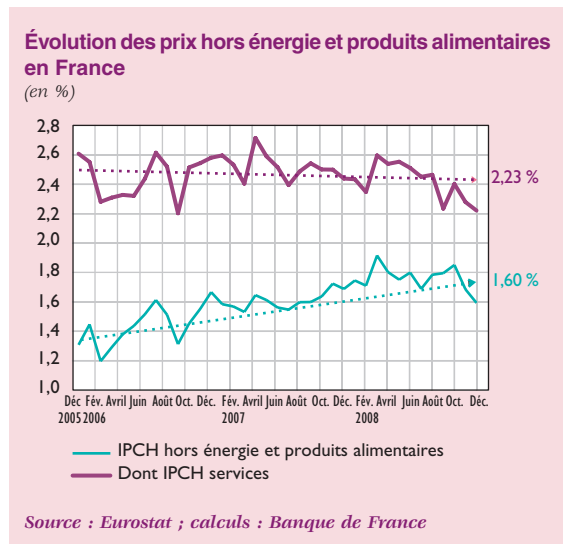
Les prix hors énergie et produits alimentaires sont peu affectés par l'évolution des prix de l'énergie et des produits alimentaires. C'était vrai en période de hausse (cf. graphique ci-contre), cela devrait rester vrai en période de baisse.

La dynamique des salaires est aussi largement autonome compte tenu, pour l'ensemble de la zone euro, de la part relativement faible des mécanismes d'indexation automatique. Cette « rigidité » des salaires nominaux peut s'avérer pénalisante si la compétitivité de l'économie est menacée. En période de désinflation, elle agit comme un stabilisateur puissant contre le risque déflationniste.

En France, les rémunérations, qui ont significativement progressé en 2008 (2,7 %) et qui sont déterminantes dans l'évolution des prix de nombreux produits et tout particulièrement pour les services, devraient connaître un rythme de progression moins dynamique, mais néanmoins supérieur à 2 %.

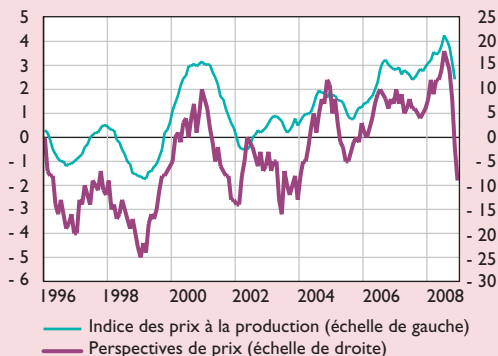
- Les mesures de soutien à l'économie et au secteur financier réduisent la probabilité et l'ampleur d'un choc négatif sur les prix.

La croissance est aujourd'hui fortement pénalisée, dans tous les pays du monde, par un choc de confiance et par les perturbations du système financier. Mais des moyens très importants ont été mis en œuvre très rapidement par les banques centrales et les États pour stabiliser le système financier et stimuler la demande (investissements publics et consommation des ménages). C'est une grande différence par rapport aux crises bancaires antérieures : la réaction des autorités publiques a été rapide et massive, ce qui limite considérablement le risque d'enchaînements incontrôlables.



Anticipations des prix de vente par les entreprises

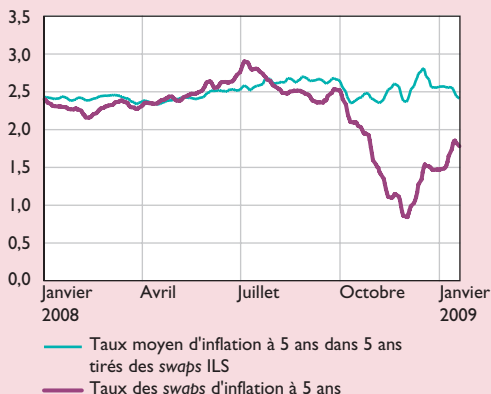
(en glissement annuel, en %) (solde d'opinion, en %)



Source : INSEE

Anticipations d'inflation par les marchés dans la zone euro

(en %)



Sources : Bloomberg, Datastream

- Enfin, et surtout, les anticipations d'inflation restent fortement positives.

On rappellera que la déflation n'est pas possible si les ménages et les entreprises continuent d'anticiper une hausse des prix. C'est, sans ambiguïté, le cas aujourd'hui. Tant les enquêtes auprès des entreprises que les mesures tirées des taux de marché et les prévisions des experts interrogés par la Banque centrale européenne (BCE) font apparaître des anticipations d'inflation dans cinq ans qui restent ancrées autour de 2 % pour la zone euro dans son ensemble (cf. graphiques ci-dessus). De ce point de vue, le cadre de politique monétaire de l'Eurosystème offre une protection importante. Contrairement à d'autres banques centrales, la BCE s'est dotée d'une définition chiffrée de son objectif de stabilité des prix : une hausse annuelle du niveau général des prix « en deçà mais proche de 2 % ». Cette définition, dont les agents économiques savent qu'elle guide la politique monétaire, contribue fortement à ancrer les anticipations.

Une fois absorbé le choc de la baisse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, qui pourra conduire à des taux d'inflation ponctuellement négatifs au milieu de l'année 2009, le glissement des prix devrait redevenir positif à partir de l'automne prochain, lorsque les effets de base sur les prix des produits énergétiques auront disparu et que les actions des banques centrales et des États pour stabiliser le système financier et relancer l'activité auront porté pleinement leurs fruits. Selon les projections actuelles, l'inflation devrait à nouveau augmenter au troisième trimestre et revenir au-dessus de 1,5 %, en rythme annuel, à la fin de l'année 2009. Les projections pour 2010 pour la France et la zone euro se situent aujourd'hui à + 1,4 % et + 1,8 %, soit un niveau très voisin de la définition de la stabilité des prix de l'Eurosystème (« en deçà mais proche de 2 % »).