

DE LA CRISE FINANCIÈRE À LA RÉCESSION : UNE LECTURE « À LA BERNANKE »

JEAN-PAUL POLLIN

Professeur, université d'Orléans

En s'appuyant sur une contribution de Bernanke, réinterprétant la crise de 1929, on cherche à détailler les mécanismes par lesquels les crises financières se transmettent à l'économie réelle. Pour l'essentiel, cette propagation passe par une augmentation du coût d'intermédiation qui affecte l'efficacité de l'allocation du capital. On montre que cette analyse reste la plus pertinente pour étudier et prévoir les conséquences de la crise actuelle, même si les formes qu'elle prend et le contexte macroéconomique dans lequel elle se déroule diffèrent. On cherche, enfin, à dégager de ce constat quelques enseignements de politique économique susceptibles de faciliter la sortie de crise.

Au début des années quatre-vingts (en juin 1983 précisément), Ben Bernanke a proposé, dans une contribution marquante, une réinterprétation des causes financières de la crise de 1929¹. Plus exactement, son objectif n'était pas d'expliquer le déclenchement de la Grande Dépression, mais plutôt la façon dont elle avait dégénéré aux États-Unis à partir du milieu de l'année 1931, suite à une tentative de rebond rapidement avortée.

Après s'être fait connaître par son travail sur la plus grande crise financière du capitalisme, le patron de la Fed (la Réserve fédérale américaine) se trouve aujourd'hui confronté à une situation qui s'apparente, par divers aspects, à celle de 1929. C'est là une curieuse ironie de l'Histoire. Mais, au-delà de la curiosité, on peut se dire que les réflexions de jeunesse de Ben Bernanke doivent probablement inspirer la façon dont il lit les événements actuels et les solutions qu'il imagine pour y faire face. D'autant que son explication de la propagation de la crise financière à l'économie réelle reposait sur des raisonnements que les progrès de la théorie ont largement confortés depuis. Bien sûr, le contexte institutionnel est bien

différent ; les institutions, les techniques, le cadre réglementaire ont beaucoup changé. Mais les mécanismes sont, au fond, restés les mêmes.

Pour ces raisons, il nous semble intéressant d'évoquer le possible impact de la crise financière actuelle sur les économies développées, à la lumière de la thèse de Bernanke. Nous allons en rappeler les idées essentielles, voir dans quelle mesure elles se transposent au présent contexte et chercher à en tirer quelques enseignements pour la politique économique.

Ce que nous a appris une relecture de la « Grande Crise »

En résumant beaucoup, l'argumentation de Bernanke consistait à dire que, par-delà les facteurs monétaires (sur lesquels avaient insisté M. Friedman et A. Schwartz, 1963), c'est la forte et durable augmentation du coût d'intermédiation qui expliquait l'ampleur et la

persistance de la dépression économique des années trente². C'est-à-dire que la crise financière s'est traduite par un accroissement des *spreads* de taux – des écarts entre le coût des crédits et le taux sans risque – et par des phénomènes de rationnement du crédit. Ce sont ces dysfonctionnements qui ont pesé sur la demande et fait basculer l'économie dans la récession.

Or, à l'origine de ce durcissement des conditions de crédit et de cette contraction des volumes de financement se trouvaient, selon Bernanke, deux effets conjugués.

Premièrement, la chute des marchés financiers aurait fait naître des craintes, pour partie exagérées, sur la stabilité du système bancaire. Cela a engendré d'importants retraits de dépôts et, en définitive, un mouvement de panique qui a entraîné la faillite d'un grand nombre de petits établissements de crédit³. Pour une bonne part, ces établissements étaient solvables mais incapables de liquider rapidement, et sans coût excessif, leurs actifs pour faire face aux exigences des déposants. Et pour se protéger, les banques survivantes ont arbitré en faveur d'actifs plus sûrs et plus liquides, délaissant leurs crédits plus classiques. Tout cela a mécaniquement provoqué une réduction et un renchérissement des crédits bancaires, partiellement compensés par le recours à d'autres formes de financement et, notamment, aux crédits interentreprises. Mais cette mise en retrait des institutions financières a généré une augmentation du coût de l'intermédiation parce qu'elle impliquait une sorte de dissipation du stock d'informations accumulées par les banques sur leur clientèle. De fait, lorsqu'une banque fait faillite ou se trouve obligée de rompre une relation de clientèle, tout se passe comme si les informations dont elle disposait se trouvaient détruites. Cette perte de valeur augmente le coût des financements et réduit l'efficacité du processus d'allocation du capital. Cet effet touche particulièrement les emprunteurs qui sont les plus dépendants des financements bancaires, ce qui est notamment le cas des petites et moyennes entreprises (PME). C'est bien pourquoi la gravité d'une crise financière est à la mesure de son impact sur le système bancaire. En général, les fluctuations des marchés financiers ne

laissent guère de traces à moyen terme sur le niveau d'activité. Il en est tout différemment lorsque les banques sont atteintes, c'est-à-dire le système de paiement, mais aussi et surtout le système de crédit.

Deuxièmement, la rupture des relations de crédit n'était pas toutefois seulement due aux difficultés rencontrées par les institutions financières. L'autre composante majeure de la propagation à l'économie réelle de la crise en 1929 tenait, toujours selon Bernanke, à la dégradation de la situation des agents non financiers. La baisse des prix et des revenus (qui n'était pas uniquement la conséquence de la crise financière) a provoqué une augmentation de la charge de la dette, entraînant une désolvabilisation des emprunteurs ainsi que des prêteurs⁴. Ce qui a constitué une autre source d'augmentation du coût d'intermédiation parce que la croissance du taux de défaut accroît naturellement la prime de risque de crédit, mais aussi parce que le poids et le coût des asymétries d'information augmentent en situation de basse conjoncture. Dans ce cas, il devient plus difficile d'apprécier la qualité des emprunteurs et la valeur des garanties qu'ils apportent (des actifs réels et financiers dont ils disposent) se déprécie. Et cette incertitude sur les contreparties limite – voire exclut – la conclusion de contrats de crédit. En un sens, ce qui caractérise le mieux une crise financière, c'est précisément le développement des asymétries d'information qui rompt la possibilité d'échange entre offreurs et demandeurs de capitaux (une manifestation du fameux « *lemons problem* » d'Akerlof, 1970). Dès lors, ce n'est pas tant l'effet de richesse (c'est-à-dire l'impact de la baisse des prix d'actifs sur la consommation) qui importe dans la transmission de la crise financière à l'économie réelle ; cet argument souvent évoqué est assez mal vérifié empiriquement. C'est plutôt que le circuit de transformation de l'épargne en investissement est interrompu, ce qui induit une contraction de l'activité économique. La valeur des actifs agit, principalement, par son incidence sur la capacité d'intermédiation bancaire et sur la capacité d'endettement des agents non financiers.

Dans la partie économétrique de sa contribution, Bernanke montrait que des variables représentatives

de la crise financière (la contraction des dépôts due aux faillites bancaires, les dettes des entreprises en difficulté, les *spreads* de crédit...) entraient significativement dans l'explication des variations de l'activité économique au cours des années trente. Il pensait ainsi proposer une interprétation originale, non pas du déclenchement de la crise économique, mais de son aggravation et de sa persistance, en mettant l'accent sur la fragilité des relations de crédit, les discontinuités induites par les faillites, la liquidité instable des actifs et des positions individuelles... Ce faisant, il soulignait l'insuffisance des explications monétaristes et keynésiennes traditionnelles. Il reste que si l'objectif de Bernanke était d'établir une causalité entre la crise financière et la dépression de l'« économie réelle », les arguments invoqués impliquent, en réalité, une interdépendance entre les deux termes : la crise financière entraîne une augmentation du coût du crédit qui déprime l'activité économique, ce qui déprécie la valeur des actifs et désolvabilise des agents non financiers, ce qui accroît à nouveau le coût d'intermédiation et ainsi de suite. Dans des travaux ultérieurs, Bernanke a utilisé l'expression d'« accélérateur financier » pour traduire cette amplification réciproque des déséquilibres réels et financiers, par le canal du coût d'intermédiation ⁵. Dans un monde d'information asymétrique et de contrats incomplets, les positions des prêteurs et des emprunteurs sont interdépendantes, donc instables. Ce qui fait que les crises financières s'aggravent, se propagent et se prolongent, tient précisément à cette interdépendance.

Du passé au présent, quelles différences ?

Répetons que, vingt-cinq ans après la contribution de Bernanke, notre compréhension des crises financières et de leurs répercussions n'a guère évolué. Les approfondissements intervenus dans les théories de l'intermédiation ou des contrats financiers l'ont plutôt confortée en l'enrichissant ⁶. Les arguments analytiques forgés à propos de la crise de 1929 – et que l'on vient de résumer

à grands traits – sont donc fondamentalement restés les mêmes. Par contre, les profondes transformations qui ont affecté le système et les comportements financiers ont naturellement eu des conséquences sur la façon dont interagissent les secteurs réel et financier. Les formes prises par les crises financières et la façon dont elles se propagent à l'activité économique s'en trouvent par là même modifiées. Ce sont quelques-unes de ces évolutions que nous allons maintenant évoquer.

■ Les crises bancaires ne se traduisent plus par des conversions de dépôts en « monnaie banque centrale »

L'existence de systèmes d'assurance de ces dépôts suffit à décourager le phénomène et l'évolution de la technologie des paiements rendrait très difficile un retour vers des encaisses en monnaie fiduciaire. Les craintes sur la solvabilité d'un établissement peuvent donc entraîner des transferts de comptes de cette banque vers d'autres. Mais un mouvement de panique des déposants n'engendre plus un assèchement de monnaie centrale, dans le système bancaire pris globalement ⁷.

Aujourd'hui, les crises de liquidité ne se jouent pas entre les déposants et les banques, mais dans les transactions entre banques sur les marchés monétaires. Elles correspondent à un blocage ou du moins à une dégradation des conditions d'échange de liquidités entre institutions financières, dont les tensions sur les taux de l'interbancaire (le *spread* par rapport au taux directeur de la banque centrale) sont un révélateur. Le mécanisme est identique à celui que l'on écrit à propos des paniques bancaires : certains établissements ne peuvent plus emprunter et/ou vendre des actifs à des conditions « normales » et ces difficultés s'étendent par contagion à d'autres institutions. Les conséquences en sont aussi les mêmes : un renchérissement des ressources bancaires et donc une augmentation du coût des crédits ou leur rationnement, dans la mesure où il n'est pas possible d'accroître, au-delà d'un certain seuil, les taux demandés sans

provoquer une dégradation de la qualité des prêts consentis⁸.

Par contre, le déroulement de ces crises et de leur éventuel contrôle diffère par rapport aux paniques bancaires « classiques ». À première vue, le fait que ces événements ne concernent désormais que quelques acteurs (les banques entre elles), plutôt qu'un grand nombre d'individus (les déposants), facilite l'action des autorités monétaires. Il est, en effet, naturellement plus aisé de rétablir la communication et des conditions normales d'échanges entre des intervenants identifiables que de s'opposer à la panique d'une foule d'agents anonymes agissant de façon mimétique. En l'occurrence, des injections de liquidité devraient suffire en principe à atténuer temporairement les difficultés. Mais dans la crise actuelle, les dysfonctionnements n'ont pas touché que l'interbancaire. Ce sont toutes les opérations entre institutions financières qui ont été victimes de la rupture de confiance et de la montée de l'incertitude sur la qualité des actifs (à nouveau le « *lemons problem* »). La crise de liquidité s'est donc étendue à d'autres marchés, en particulier à celui de la titrisation des crédits, et à d'autres institutions : les fonds spéculatifs, les rehausseurs de crédits... De sorte que ce sont tous les échanges financiers qui ont été touchés par cette montée des asymétries d'information et des coûts qu'elles impliquent. Ce qui constitue un champ trop vaste, trop divers, et d'un volume trop important pour que de simples interventions sur le marché monétaire puissent être réellement efficaces.

■ L'impact des nouvelles normes comptables

Une autre grande différence dans le déroulement de la crise actuelle, par rapport au passé, tient aux formes de régulation du système bancaire et, notamment, à la réglementation des fonds propres ainsi qu'à la comptabilisation en valeur de marché. La mise en place de nouvelles normes en ces domaines était naturellement destinée à renforcer la gouvernance et la stabilité des établissements de crédit. Et sans doute elle y a contribué, ou devrait le faire, en temps normal. Le ratio de fonds propres exigés permet, à la

fois, d'amortir les pertes inattendues et d'inciter à des gestions et tarifications des risques plus efficaces. La recherche d'une meilleure information comptable est susceptible – en améliorant la transparence – d'intensifier la discipline que le marché exerce sur les risques bancaires. Mais, en période de crise, ces dispositions ont un impact procyclique qui peut s'avérer extrêmement dangereux. Effectivement, dans ce cas, deux effets se conjuguent pour provoquer des tensions sur les fonds propres capables de freiner l'offre de crédit :

- d'une part, la dégradation de la qualité du portefeuille induit une augmentation des risques quantifiés, quelle que soit la méthode retenue pour le faire (standard, de base ou avancée). Les crédits, anciens et nouveaux, doivent supporter une couverture en capitaux propres plus élevée puisque leur *rating* se trouve abaissé du fait de la conjoncture, et/ou parce que les taux de défaut constatés sont révisés à la hausse. À cela, il faut ajouter les besoins en fonds propres résultant de la réintermédiation des crédits nécessitée par l'affaissement des possibilités de titrisation.

- d'autre part, la baisse des résultats et les moins-values révélées par la comptabilisation en valeur de marché réduisent la valeur constatée des capitaux propres. Or, le recul des cours boursiers (l'augmentation du taux de rendement requis sur les capitaux propres) rend plus coûteuse l'émission d'actions nouvelles. Accessoirement, le fait de laisser aux établissements une marge de liberté dans l'appréciation des actifs qui ne possèdent pas une valeur de marché objective (« *mark to model* ») est susceptible d'accroître encore la défiance, et ainsi le coût des capitaux propres nécessaires.

Tout cela joue à nouveau dans le sens d'une augmentation du coût d'intermédiation et donc d'un durcissement des conditions de crédit. Dans les mois qui viennent, on va sans doute reprendre les débats, usuels dans ce genre de situation, sur l'existence ou non d'un assèchement du crédit (« *credit crunch* »). La contraction observée des financements est-elle causée par une restriction de l'offre de crédit ou une baisse de sa demande ? Mais il est probable que, comme à l'habitude, la discussion aura bien du mal à trouver

une conclusion. Il est en effet très difficile de faire empiriquement le partage entre l'une et l'autre et nous avons déjà expliqué que les contractions de l'offre et de la demande de crédit étaient interdépendantes et cumulatives. Mais, dans la situation actuelle, il ne fait plus guère de doute que l'on va assister à une contraction significative de l'offre de financement. L'apurement des bilans bancaires prendra du temps et, même lorsque les établissements de crédit auront rétabli leur position, le coût de l'intermédiation restera élevé pendant plusieurs trimestres.

■ Des bouleversements économiques à l'échelle mondiale

Une fois identifiés les canaux de propagation de la crise financière, il faut s'interroger sur l'impact de ces dysfonctionnements sur l'économie réelle, se demander dans quelle mesure ils sont assez puissants pour déstabiliser l'équilibre économique. De façon générale, la réponse à cette question renvoie à la dépendance des décisions économiques (ou de façon plus restrictive des composantes de la demande globale) par rapport aux contraintes de financement, et notamment aux crédits bancaires. Or, cette dépendance est fonction d'un contexte macroéconomique complexe à analyser et différent d'une économie à l'autre.

De ce point de vue, la situation actuelle n'a pas grand-chose à voir avec celle de 1929. On ne peut parler aujourd'hui, comme à l'époque, de réduction des opportunités d'investissement, de saturation de la demande sur des biens de grande consommation, et encore moins de déflation. Au contraire, la demande à l'industrie est soutenue par la croissance des pays émergents, même si celle-ci est aussi porteuse de fortes pressions concurrentielles ; la transformation des structures productives induite par les bouleversements de l'économie mondiale est largement engagée, même si elle est loin d'être terminée. Mais la crise financière intervient alors que se manifestent de fortes tensions sur les prix des matières premières et des produits alimentaires qui impliquent une ponction sur le pouvoir d'achat des pays développés.

Dans ces conditions, la consommation des ménages

et plus encore leurs investissements immobiliers ont été largement soutenus au cours des années récentes, dans nombre d'économies développées, par le recours à l'endettement. L'éclatement de la bulle immobilière a entraîné une désolvabilisation d'une proportion importante de ménages, d'autant que dans certains pays (aux États-Unis, au Royaume-Uni, mais pas en Allemagne ni en France) le taux d'endettement a atteint des niveaux qui rendent la contrainte plus rigide. Le durcissement des conditions de crédit devrait donc entraîner une réduction significative de la demande. Seule une inflation salariale, même si elle n'entraînait pas de gain de pouvoir d'achat (c'est-à-dire si elle était compensée par une hausse identique des prix), pourrait venir alléger la charge de la dette et desserrer la contrainte de financement⁹. La taxe d'inflation opérerait alors un transfert des épargnants vers les ménages à besoin de financement.

Quant à la situation des entreprises, le fait le plus remarquable de ces quinze à vingt dernières années est qu'elles sont parvenues à maintenir assez stable la part de leurs profits dans la valeur ajoutée en jouant sur une plus grande flexibilité, l'intensité de la concurrence sur les marchés du travail, la délocalisation de leurs productions... Cela les rend *a priori* moins sensibles aux contraintes de financement externe puisque les taux d'autofinancement ont pu se maintenir à des niveaux élevés, sauf peut-être en France. Le durcissement des conditions de crédit freinera sans doute les opérations de fusions-absorptions, de LBO (*leverage buy out*) ou de rachats d'actions, mais assez peu les investissements physiques. Sauf si la montée des revendications salariales, répondant aux tensions inflationnistes importées et aux frustrations accumulées, venait remettre en cause le partage salaires/profits. De plus, en admettant que les grandes firmes soient peu atteintes par les dysfonctionnements financiers, ceux-ci toucheront vraisemblablement les petites et moyennes entreprises (PME) plus dépendantes des banques, les entreprises naissantes ou en développement, celles implantées dans des secteurs plus risqués.

Au total, la crise financière aura une incidence inégale sur les différentes économies et leurs diverses

composantes. Prise globalement, l'Europe devrait se trouver moins directement affectée que les États-Unis. Au Royaume-Uni et en Espagne, ce sont surtout l'investissement immobilier et la consommation des ménages qui devraient subir le choc financier, tandis que, en France, en Italie ou en Allemagne, ce sont plutôt les entreprises qui seront touchées par l'augmentation du coût de l'intermédiation. Mais, à vrai dire, l'intensité et la répartition de l'impact vont beaucoup dépendre de la façon dont se résoudra le conflit de répartition entre salaires et profits ; et celui-ci va fatalement se durcir avec l'augmentation des prix des matières premières et le tassement de l'activité.

Il faut ajouter que les conséquences des choix financiers vont se propager d'une économie à l'autre, et cet effet indirect peut être aussi important (voire plus) que le choc initial. L'incidence de la crise sur tel ou tel pays ne sera donc pas proportionnelle aux difficultés subies par son système bancaire et financier. Elle sera notamment fonction du jeu de politique économique qui va s'instaurer au plan international, c'est-à-dire de la façon dont les différents pays vont coopérer, ou au contraire, chercher à reporter sur les autres le coût des désordres financiers.

Alors, que faire ?

La crise actuelle signe la faillite complète des principes et des détails du système de régulation bancaire. Elle démontre que dans les activités monétaires et financières, dont le caractère de bien public est reconnu, on ne peut laisser se développer les innovations sans connaître précisément les risques qu'elles comportent. S'il y a en ce domaine un arbitrage à effectuer entre efficacité et stabilité, le second terme doit être délibérément privilégié. Et dans la mesure où ces questions sont anciennes, même si elles réapparaissent périodiquement sous des formes nouvelles, on peut s'étonner – naïvement sans doute – qu'elles n'aient pas été mieux traitées dans le passé récent. En d'autres termes, il est curieux que l'on n'ait pas su mieux prévoir et prévenir cette crise.

En revanche, elle a été jusqu'ici très bien gérée dans la plupart des économies, comme si les enseignements du passé avaient été parfaitement intégrés. Les dispositions mises en œuvre ou les solutions évoquées semblent bien en adéquation avec le diagnostic que nous avons esquissé. Les commentaires ne peuvent servir qu'à les interpréter et à montrer leur cohérence par rapport aux analyses précédentes.

■ Une révision des priorités

Toutes les Banques centrales ont, à juste titre, très vite réagi en injectant massivement les liquidités nécessaires pour calmer les tensions sur le marché monétaire et éviter que la montée de la défiance ne dégénère en panique. Dans leur quasi-totalité, elles ont aussi réduit leurs taux directeurs, à l'exception notable de la Banque centrale européenne (BCE) qui s'est bornée à ne pas les monter comme elle en avait manifesté l'intention. Les autorités monétaires ont donc accepté de sous-pondérer temporairement leur objectif de maîtrise de l'inflation, jugeant que la gravité de la crise justifiait une révision des priorités. Cela se justifiait d'autant plus que l'inflation peut être un moyen de limiter l'impact du choc financier sur l'économie réelle, même si cette idée peut contredire la « *vulgate* monétariste ».

Il reste que l'injection de liquidité et la baisse des taux directeurs peuvent n'être pas suffisantes pour faire baisser le coût des financements si dans le même temps les *spreads* de crédit (le coût des asymétries d'information) augmentent. On assiste alors à un phénomène analogue à celui de la fameuse « trappe à liquidité » keynésienne : les interventions sur le marché monétaire sont incapables d'infléchir le coût du capital. Mais le mécanisme est bien différent et plus crédible que celui que décrivait Keynes : ici ce n'est pas la rigidité à la baisse des anticipations qui opère, mais la montée de l'incertitude sur la qualité des actifs et des contreparties qui ajoute aux taux directeurs une prime croissante d'asymétrie d'information¹⁰. En cas de tension extrême, l'augmentation des *spreads* compense, voire surcompense, la baisse des taux directeurs.

Dans ce cas, la solution consiste à prendre en char-

ge sous une forme ou une autre les actifs bancaires dépréciés ou à se porter garant de leur valeur. Et c'est bien ce qu'ont fait les autorités monétaires en acceptant de prendre en pension des titres risqués (alors qu'elles n'acceptent habituellement que des actifs supposés parfaitement sûrs), en facilitant la reprise ou la recapitalisation de banques en difficulté, en proposant la nationalisation de certaines autres. Toutefois, le recours à ce type de mesure est très délicat car, s'il est légitime d'intervenir pour résoudre un problème de liquidité individuel ou global, il est théoriquement peu justifié de se porter au secours de banques insolubles. Le fait d'offrir une assurance publique gratuite ou de mutualiser des pertes dues à des prises de risque excessives pose un problème éthique et crée ou renforce un problème classique d'aléa de moralité qui peut se révéler coûteux à l'avenir ¹¹. Or, dans la crise actuelle, comme dans bien d'autres, il est pratiquement impossible de dissocier les situations d'illiquidité et d'insolvabilité. En conséquence, le dénouement de cette crise risque de conforter l'idée d'une relative impunité des imprudences bancaires : une banque, même de taille modeste, ne peut faire faillite lorsque ses déboires participent d'erreurs collectives ¹². Si l'on veut atténuer le problème, il faut pénaliser autant qu'il est possible les actionnaires des banques et, dans la mesure où ces incitations sont insuffisantes, il faut durcir la réglementation, en laissant moins de place à l'autorégulation.

■ Ramener l'activité vers son niveau d'équilibre...

L'endigement de la crise ne s'arrête cependant pas là car le rétablissement du système financier ne peut s'opérer sans un retour conjoint vers l'équilibre de l'activité économique. Quand la conjoncture est trop déprimée, même lorsque la liquidité du système bancaire a été restaurée et lorsque les tensions sur le marché monétaire ont disparu, le niveau élevé du risque de défaut bloque la conclusion des contrats financiers. Cela affecte en retour la situation des institutions et marchés financiers. Ce n'est plus alors seulement l'offre de crédit bancaire qui doit être consolidée, c'est une action sur la demande globale

qui doit rétablir la capacité à contracter des agents non financiers. On peut dire, en utilisant une image un peu facile, que lorsque la crise est trop profonde un « prêteur en dernier ressort » ne suffit plus et c'est l'intervention d'un « emprunteur en dernier ressort » qui devient nécessaire. Pour réamorcer le circuit des échanges financiers, il faut qu'un agent dont la solvabilité ne peut être mise en doute, c'est-à-dire le secteur public, s'endette pour stimuler la demande globale et ramener l'activité vers son niveau d'équilibre. Cela devient à partir d'un certain stade la seule façon de résoudre les agents privés.

Or, aujourd'hui, on peut considérer que dans la plupart des pays développés l'affaissement du rythme d'activité est trop avancé pour que la solution à la crise ne se situe que du côté de l'offre de financement. En l'occurrence, il sera bien difficile de faire l'économie d'un creusement des déficits budgétaires ; la politique inverse consistant à réduire la dépense publique pour l'adapter à la baisse des recettes, induites par le tassement de l'activité, aurait un effet procyclique particulièrement mal venu. En ce domaine, les États-Unis ont fait preuve d'une réactivité dont l'Europe, empêtrée dans les contraintes de son Pacte de stabilité et de croissance (PSC), ferait bien de s'inspirer.

■ Une coordination internationale

Enfin, on doit souligner que ces interventions monétaires ou budgétaires nécessitent pour être efficaces une certaine coordination au plan international. Le renflouement d'institutions financières multinationales suppose une concertation entre autorités monétaires et régulateurs des pays concernés ; les conséquences d'injections massives de liquidité ou de relances budgétaires dépassent les frontières des pays qui les pratiquent. Il en est de même pour les politiques de change car, en situation de crise, la tentation est forte de protéger son économie en « exportant » la récession par une dépréciation de sa devise, ce qui est clairement la stratégie choisie par les États-Unis. Sur tous ces points, il existe des interdépendances qui placent les décideurs nationaux dans des configurations de jeux potentiellement instables.

Or, on sait que, dans ce cas, les solutions coopératives sont en général préférables.

Il est vrai que la mise en application de ce principe est soumise à bien des conditions qui la rendent en partie utopique. Mais l'expérience prouve qu'elle est possible dans certaines circonstances et sur certaines questions précises, notamment celle des changes. Il se peut que les conditions ne soient pas actuellement réunies pour l'adoption d'une solution coopérative. Mais en réaffirmant de façon lancinante la priorité de son objectif d'inflation (d'ailleurs trop rigoureux) et en se différenciant ostensiblement des orientations de la Fed, la BCE ne favorise pas l'émergence d'une telle solution.

On sait que, dans les années vingt, le Royaume-Uni a souffert de son attachement à l'étalon-or tandis que, après y avoir renoncé en 1933, il fut l'un des premiers pays à rebondir¹³. C'est encore un enseignement important de la « Grande Crise » : les mythes d'aujourd'hui ne sont pas moins dangereux que ceux d'hier.

Notes

1. Cf. Bernanke (1983).

2. On trouvera dans l'article de Calomiris (1993) un commentaire détaillé de cette rupture de paradigme et de ses conséquences sur la conception des crises financières.

3. Bernanke rapporte que, entre 1929 et 1933, presque la moitié des banques opérant aux États-Unis disparurent à la suite de faillites ou de fusions. Les banques survivantes ont toutes enregistré de fortes pertes.

4. Ce mécanisme correspond à la « *debt deflation* » de Fisher (1933). Mishkin (1978) l'avait repris dans une contribution antérieure à celle de Bernanke, mais moins complète.

5. Cf. Bernanke, Gertler et Gilchrist, 1996.

6. C'est au début des années quatre-vingts qu'ont été publiés les premiers travaux qui ont renouvelé la théorie de l'intermédiation s'appuyant sur le principe des asymétries d'information. Bernanke justifie dans son article le rôle des banques par leur capacité à discriminer entre les bons et les mauvais emprunteurs, dans un monde de marchés incomplets et d'information imparfaite. Par ailleurs, Bernanke cite

l'article de Diamond et Dybvig (1983), publié à la même date, qui reste une référence dans la théorie des paniques bancaires et qui s'inscrit dans ce même courant de littérature.

7. La liquidation des fonds de placement n'obéit pas à la même logique que les retraits de dépôts puisque la valeur de ces fonds n'est pas garantie. Cela ne peut donc entraîner la faillite des institutions qui les commercialisent.

8. Ce qui s'explique, en premier lieu, parce que l'augmentation des taux d'intérêt accroît mécaniquement la probabilité de faillite des emprunteurs, et, en second lieu, parce que cette augmentation aggrave le phénomène de sélection adverse : les bons emprunteurs renoncent à leur demande de financement tandis que les mauvais la maintiennent. Le rationnement est alors la solution logique (Cf. Stiglitz et Weiss, 1981).

9. Dans les pays dans lesquels les prêts au logement se font à taux variables, il faut ajouter que ce mécanisme n'opère que si les taux ne suivent pas – a fortiori ne précèdent pas – les évolutions de l'inflation.

10. Cf. dans le même sens Stiglitz et Greenwald (2003), pp. 188-192.

11. Cette question de l'aléa de moralité lié au renflouement des banques a été discutée à la suite du sauvetage en 1984 aux États-Unis de la Continental Bank. Cette discussion a soulevé le problème des banques dites « *Too big to fail* ». (Cf. sur ce point Stern et Feldman, 2004).

12. On remarquera cependant que dans les dispositions prises récemment par la Banque d'Angleterre permettant aux banques d'échanger des ABS (*asset backed securities*) contre des titres publics, il est expressément prévu que le risque de perte sur les actifs échangés reste de la responsabilité des établissements qui l'avaient en portefeuille.

13. Plus généralement, un certain nombre de travaux, et notamment ceux de Kindlerberger (1973), ont montré que les pays qui étaient restés à l'étalon or après 1931 avaient subi une aggravation de la crise, alors que ceux qui l'avaient abandonné avaient connu un redémarrage de leur économie.

Bibliographie

AKERLOF, G., « The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3, August, 1970, pp. 488-500.

BERNANKE, B., « Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, vol. 73, n° 3, June, 1983, pp. 257-276.

BERNANKE, B. ; GERTLER, M. ; GILCHRIST, S., « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *Review of Economics and Statistics*, vol. 78, n° 1, Feb., 1996, pp. 1-15.

CALOMIRIS, C., « Financial Factors in the Great Depression », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, n° 2, 1993, pp. 61-85.

DIAMOND, D. ; DYBVIK, P., « Bank Runs, Liquidity and Deposit Insurance », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, June, 1983, pp. 404-419.

FISHER, I., « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, n° 1, 1933, pp. 337-357.

FRIEDMAN, M. ; SCHWARTZ, A., *A Monetary History of the United States : 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.

KINDLEBERGER, C., *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press, 1973.

MISHKIN, F., « The Household Balance Sheet and the Great Depression », *The Journal of Economic History*, vol. 38, n° 4, Dec., 1978, pp. 918-937.

STERN, G. ; FELDMAN, R., « Too Big to Fail : the Hazards of Bank Bailouts », The Brookings Institution, 2004.

STIGLITZ, J. ; WEISS, A., « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, 1981, pp. 393-410.

STIGLITZ, J. ; GREENWALD, B., *Towards a New paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press, 2003.

