

***Le tsunami, la bulle, l'AVC et
la contagion : d'où vient la
récession mondiale?***

Pierre Fortin²³

*Les banques sont des choses merveilleuses,
quand elles fonctionnent.*
Paul Krugman

Introduction

Un pays, une région ou la planète entière tombe en récession quand son activité économique ralentit pour la peine en deçà de son rythme de croissance habituel. Une conséquence inévitable est une augmentation du chômage. En 2009, l'économie mondiale est en récession. Le **tableau 17** résume la situation pour différents pays et régions du monde ainsi que pour l'ensemble de la planète. Trois statistiques sont rapportées : 1) le taux de croissance qui a été habituellement

23. Pierre Fortin est professeur émérite au département des sciences économiques de l'Université du Québec à Montréal. L'auteur est particulièrement redevable à Jean-Pierre Aubry pour ses conseils et ses suggestions, qui l'ont grandement aidé dans la rédaction de ce chapitre.

observé au cours des cinq années 2004 à 2008; 2) le taux de croissance prévu par le Fonds monétaire international (FMI) pour 2009, et 3) l'écart entre ces deux taux. Cet écart donne dans chaque cas une idée de l'amplitude de la récession en 2009.

Tableau 17 : Amplitude comparative de la récession en 2009 dans les différents pays et régions du monde (écart entre la croissance prévue pour 2009 et la croissance annuelle moyenne de 2004 à 2008)

Pays ou région	Poids du PIB (%) (1)	Taux de croissance annuel (%)		
		Moyen	Prévu	Baisse prévue
		2004-2008 (2)	2009 (3)	(4)=(3)-(2)
États-Unis	21	2,4	-2,7	-5,1
Union européenne	22	2,5	-4,2	-6,7
Japon	6	1,6	-5,4	-7,0
Les « tigres » asiatiques	4	4,7	-2,4	-7,1
Canada	2	2,4	-2,5	-4,9
Québec	0,5	1,9	-1,6	-3,5
Sous-total : Pays avancés	55	2,4	-3,4	-5,8
Russie	3	7,0	-7,5	-14,5
Autres pays de la CEI	1	8,7	-4,7	-13,4
Europe centrale et de l'est	3	5,7	-5,0	-10,7
Chine	11	10,8	8,5	-2,3
Inde	5	8,7	5,4	-3,3
Asie du sud-est	3	5,7	0,7	-5,0
Brésil	3	4,7	-0,7	-5,4
Mexique	2	3,4	-7,3	-10,7
Moyen-Orient	4	5,8	2,0	-3,8
Afrique	3	6,0	1,7	-4,3
Sous-total : Pays émergents ou en développement	45	7,4	1,7	-5,7
Total : Monde	100	4,5	-1,1	-5,6

Sources : Pour tous les pays et régions sauf le Québec, il s'agit des données du Fonds monétaire international, *World Economic Outlook*, Washington, octobre 2009; pour le Québec de 2004 à 2008, ce sont les données de Statistique Canada; pour le Québec en 2009, on a calculé la moyenne des prévisions de Desjardins Études économiques, Financière Banque Nationale et Valeurs Mobilières Banque Laurentienne en vigueur au milieu de septembre 2009.

Notes : Le poids du PIB d'un pays ou d'une région désigne ici l'importance de son PIB en pourcentage du PIB mondial en 2008. Le taux de croissance annuel est le pourcentage de variation du volume réel du PIB d'une année par rapport à l'année précédente. Il s'agit du taux de croissance du PIB purgé de la hausse des prix. Les données portent sur 182 pays, dont 33 avancés et 139 émergents ou en développement. L'Union européenne couvre ses 27 pays membres. Les tigres d'Asie désignent un ensemble de 4 régions (Corée, Taiwan, Hong Kong et Singapour). Les pays de la Communauté des États indépendants (CEI) autres que la Russie sont au nombre de 12 (principalement l'Ukraine, le Kazakhstan et la Biélorussie). L'Europe centrale et de l'est inclut 14 pays (principalement la Turquie, la Pologne et la Roumanie). L'Asie du Sud-est réunit 5 pays (l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et le Vietnam). Le Moyen-Orient comprend 14 pays (principalement l'Iran, l'Arabie Saoudite et l'Égypte). L'Afrique recouvre 50 pays (principalement l'Afrique du Sud, le Nigéria et l'Algérie). Pour alléger, les pays asiatiques émergents ou en développement autres que la Chine, l'Inde et le Sud-est asiatique, de même que les pays d'Amérique latine et des Antilles autres que le Brésil et le Mexique, sont omis.

Il y a une double surprise. C'est tout d'abord la première fois qu'on observe une récession planétaire depuis que les données pertinentes existent (1980). Mais ce qui est tout à fait spectaculaire, c'est que toutes les régions du globe sont simultanément en récession. La récession est *mondiale et synchronisée*.

Dans ses *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2009, le FMI prévoyait une chute de l'activité économique mondiale de 1,1 % pour l'année, par rapport à 2008. Comme le fait valoir le **tableau 17**, on assisterait en l'occurrence à une chute de croissance de 5,6 points de pourcentage en dessous du taux de croissance annuel de 4,5 % qui a été enregistré au cours des cinq années précédentes. Le recul est globalement du même ordre de grandeur dans les pays émergents ou en développement et dans les pays avancés.

Il y a cependant des différences importantes dans l'amplitude de la récession entre les régions et les pays individuels. On voit au tableau que c'est en Chine et en Inde (et au Québec!) que la chute de la croissance est la plus faible; et en Russie, dans la Communauté des États Indépendants (qui regroupe les anciennes républiques de l'Union soviétique), en Europe

centrale et de l'est, au Mexique et parmi les « tigres » asiatiques qu'elle est la plus prononcée. La récession fait particulièrement mal aux États baltes, à l'Islande, à l'Ukraine, à l'Irlande et au Botswana. Parmi les pays avancés, il ressort clairement que l'Union européenne et le Japon sont plus durement touchés que le Canada et les États-Unis. La part du recul de l'activité attribuable aux portions intérieure et extérieure de la demande varie cependant selon la région. Aux États-Unis, c'est la demande intérieure qui a essentiellement absorbé la chute. Dans l'Union Européenne, la demande extérieure a été frappée de plein fouet.

Comment expliquer cette récession planétaire synchronisée? Certainement pas par un coup du hasard qui aurait frappé 182 pays en même temps de façon indépendante. L'origine du phénomène doit évidemment avoir elle-même une dimension planétaire. Il doit s'agir d'une perturbation soit qui a frappé tous les pays simultanément, soit qui a d'abord frappé une région particulière pour se propager ensuite rapidement à travers le monde. Il est également souhaitable d'avoir une certaine idée de ce qui a causé les différences d'amplitude de la récession d'une région à l'autre.

Une hypothèse à écarter est celle d'une récession *stratégique* qui aurait été provoquée de façon délibérée par les banques centrales afin de combattre l'inflation. La récession a plutôt une allure *systemique*, c'est-à-dire qu'elle paraît avoir résulté d'un dérapage du système économique lui-même tout comme lors de la dépression des années 1930. Ce dérapage tire dans les deux cas son origine d'une importante bulle financière aux États-Unis qui, par ses effets sur l'activité économique, sur la richesse des ménages, sur le bilan des institutions financières et sur les marchés financiers mondiaux, s'est transformée en crise financière planétaire et en récession mondiale.

En toute probabilité, cependant, la récession actuelle sera d'amplitude moindre que la Grande Dépression. Dans la revue des événements qui va suivre, nous allons attribuer cette importante différence d'amplitude à une différence dans la réaction des autorités gouvernementales à la crise économique et financière. Dans les années 1930, l'intervention des autorités fut lente, molle et marquée de durs conflits commerciaux entre pays. Aux États-Unis, par exemple, une loi très protectionniste (Smoot-Hawley) fut adoptée en 1930; le New Deal ne fut lancé qu'en 1933, soit trois ans après le début de la récession; et les stimulants budgétaires furent enlevés prématurément en 1937. En 2008 et en 2009, au contraire, l'intervention visant à redresser le secteur financier et à dépêtrer l'économie mondiale de la récession a été rapide, ferme et internationalement coordonnée.

La récession actuelle a également en commun avec la Grande Dépression d'avoir l'économie américaine comme épicerie. Bien qu'elle doive être nuancée, cette observation nous apparaît globalement conforme à la réalité. Elle justifie de concentrer l'analyse des causes de la récession sur les développements survenus aux États-Unis dans les années récentes. En gros, l'interprétation que nous allons donner des événements récents est celle d'une récession systémique engendrée par un dérapage du système financier américain et propagée à travers la planète par les marchés mondialisés des échanges financiers et commerciaux. Au-delà de ce mouvement d'ensemble, les conditions initiales et les politiques économiques ont varié beaucoup d'un pays ou d'une région à l'autre. Cela explique les importantes différences d'amplitude de la crise financière et de la récession dans les diverses parties du globe, qui ressortent bien des données du **tableau 17**.

Les trois sections qui suivent vont décrire la genèse de la crise financière et de la récession actuelle aux États-Unis. Malgré

l'intervention énergique des autorités gouvernementales américaines pour limiter l'ampleur du recul de l'activité économique, l'actuelle récession, à l'automne 2009, était déjà, la plus profonde que ce pays a connue depuis les années de la Grande Dépression (1929-1939). En examinant en priorité l'évolution récente de la conjoncture aux États-Unis, nous allons donc nous trouver à concentrer notre attention sur la plus importante récession que la plus importante économie du monde a essuyée depuis 70 ans. Par la suite, la quatrième section va examiner comment la crise financière et la récession américaines se sont propagées dans le reste du monde. Enfin, la conclusion va résumer l'essentiel de l'argumentation.

Le tsunami

À la source des difficultés récentes du système financier américain et mondial se trouve la baisse persistante des taux d'intérêt à *long terme* depuis 1998 aux États-Unis et ailleurs. Initialement, cette baisse prolongée en a étonné plusieurs, compte tenu de la vigueur soutenue de l'économie américaine sous l'administration Clinton. Le **graphique 78** montre que le taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans du Trésor américain, qui s'était maintenu aux environs de 6 % jusqu'en 2000, s'est installé à demeure autour de 4 % à partir de 2002.

Graphique 78 : Taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans du Trésor américain, janvier 1996 à août 2009



Source : U.S. Federal Reserve.

Cette baisse persistante des taux d'intérêt à long terme ne découlait pas d'opérations expansionnistes de la banque centrale américaine (laquelle agit surtout sur les taux à court terme), mais plutôt d'une espèce de *tsunami de fonds prêtables* qui a déferlé sur des marchés financiers mondiaux de plus en plus mondialisés et qui provenait des taux d'épargne très élevés des pays émergents d'Asie et des pays exportateurs de pétrole (le prix du baril de pétrole brut ayant pris l'ascenseur après 1998)²⁴. Ce sont surtout les marchés américains qui ont absorbé

24. On peut trouver une bonne description de ce phénomène dans le discours du 14 avril 2005 du président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, intitulé « The global saving glut and the U.S. current account deficit » (sur www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/).

ces énormes quantités de capitaux à la recherche d'un havre sécuritaire.

Insatisfaits des faibles rendements qu'elles pouvaient obtenir sur les marchés à faible risque, les institutions prêteuses ont cherché à bonifier les retours sur leurs placements en accueillant les emprunteurs plus risqués. Elles ont utilisé à leur avantage *une réglementation financière permissive* encouragée par les administrations américaines successives. Cette permissivité a deux aspects. Premièrement, depuis le début des années 1980, des produits traditionnels comme les hypothèques avaient été déréglementés afin de permettre des prises de risque plus importantes. Deuxièmement, des institutions comme les banques d'affaires, les holdings bancaires et les fonds de couverture, qui avaient toujours échappé à la réglementation bancaire traditionnelle, ont pris un essor sans précédent. Elles ont lancé sans trop de contrainte toutes sortes de nouveaux produits financiers pouvant accepter des niveaux de risque (et de rendement) plus élevés que ce à quoi le secteur bancaire traditionnel nous avait habitué.

Nous allons examiner tour à tour le rôle que chacun de ces deux éléments de permissivité réglementaire a joué dans la crise financière et la récession.

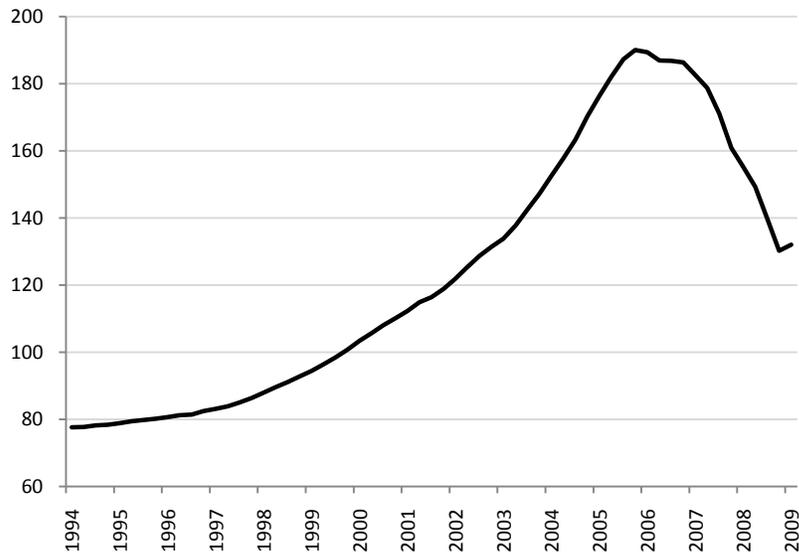
La bulle

C'est dans le secteur hypothécaire que les conséquences du mouvement vers la prise de risque accrue se sont d'abord manifestées. Ces dernières années, non seulement les Américains pouvaient-ils acheter des maisons sans déposer de comptant et les financer entièrement sur hypothèque, mais ils ont même parfois eu accès à des hypothèques non conventionnelles dites « à amortissement négatif ». Ces dernières permettaient de reporter le paiement des intérêts à plus tard, voire même d'augmenter le capital emprunté d'une

année à la suivante plutôt que de le rembourser peu à peu comme dans les hypothèques conventionnelles.

Si les prêteurs pouvaient se permettre d'offrir de telles hypothèques, c'est que les taux d'intérêt très bas avaient déclenché une ruée vers l'achat d'immeubles et provoqué une impressionnante ascension du prix des maisons aux États-Unis. Comme l'indique le **graphique 79**, le prix moyen des maisons de qualité constante a augmenté de 90 % entre le début de 2000 et le milieu de 2006. À partir de 2004, on n'achetait souvent plus une maison pour les services de logement qu'elle rendait, mais pour le nouveau gain en capital qu'elle ne cessait de procurer d'une année à l'autre. Un cercle vicieux s'est installé : plus de gens achetaient parce qu'ils croyaient que les prix allaient augmenter, et les prix augmentaient parce que plus de gens achetaient. Plusieurs prêteurs croyaient même ne plus avoir besoin de vérifier diligemment le crédit de leurs clients, puisque les mauvais payeurs pouvaient toujours revendre leur maison à prix plus élevé et rembourser leur hypothèque. D'où la multiplication des hypothèques à haut risque (*subprime mortgages*), comme on les a appelées.

Graphique 79 : Indice Case-Schiller du prix des maisons de qualité constante aux États-Unis (janvier 2000=100), 2^e trimestre 1994 au 2^e trimestre 2009



Source : Standard & Poors.

En somme, le mouvement ascendant des prix tendait à « s'auto-confirmer », ce qui est l'essence même d'une bulle financière. En 2006, beaucoup d'immeubles se vendaient à des prix équivalant à plusieurs fois la valeur capitalisée des loyers qu'ils pouvaient justifier. Mais lorsque le plein d'acheteurs de maisons a été atteint, ce qui finit toujours par arriver, les prix ont cessé d'augmenter. On s'est soudainement aperçu que les maisons étaient fortement surévaluées. La réaction massive de vente qui s'en est suivie a fait dégringoler les prix. Ce fut l'éclatement de la bulle. L'indice du prix des maisons, qui était passé de 100 en 2000 à 190 en 2006, est retombé à 132 au milieu de 2009. C'est comme si on avait pris l'ascenseur du 10^e au 19^e étage et qu'on était soudainement redescendu au 13^e.

Les conséquences pour l'économie réelle ont été importantes. D'une part, le volume réel de construction résidentielle aux États-Unis a chuté de 55 % entre la fin de 2005 et le milieu de 2009. D'autre part, les reprises de maisons et les faillites personnelles se sont multipliées. La dégringolade des prix des maisons et des autres actifs (obligations, actions boursières, etc.) a eu pour effet d'amputer la richesse nette des ménages américains de 10 800 milliards de dollars (environ 100 000 dollars par ménage en moyenne), soit 17 % de sa valeur, entre la fin de 2007 et le milieu de 2009. Les gains de 2004 à 2007 ont été entièrement effacés. Cela explique une bonne partie du repli de près de 200 milliards de dollars qu'a subi le volume réel de la consommation américaine depuis 2007.

L'AVC

L'économie américaine a connu dans le passé plusieurs périodes de recul des valeurs immobilières, mais sans que cela entraîne de crise financière globale, de contraction généralisée du crédit et de récession majeure au pays ou au niveau mondial. Par exemple, l'importante crise des sociétés de prêts hypothécaires (*savings and loans associations*) dans les années 1980 a causé tout un choc, mais n'a pas dégénéré en conflagration comme la crise immobilière qui a frappé après 2006.

Comment donc expliquer l'ampleur du dérapage économique et financier actuel? D'une part, par le fort recul des prix des propriétés aux États-Unis, un recul d'une ampleur inégalée depuis l'après-guerre, qui a fragilisé l'économie et le système bancaire américains – 70 % des ménages possédant une propriété. D'autre part, par la conjonction de deux phénomènes contemporains dans le secteur financier. Le premier est le développement de nouveaux produits financiers complexes, comme les hypothèques et autres actifs *titrisés* (*mortgage-backed* et *asset-backed securities*) et les produits basés sur le

risque de défaut de paiement (*credit default swaps*). Le second est la croissance rapide du système bancaire parallèle mentionné plus haut, qui a soutenu l'expansion de ces produits complexes. Ce système, connu sous le nom de *shadow banking*, est formé principalement des banques d'affaires (*investment banks*), des holdings bancaires (*bank holdings*) et des fonds de couverture (*hedge funds*). Il a connu une croissance fulgurante depuis le début des années 1990, rivalisant d'importance avec le système bancaire traditionnel, mais échappant à la réglementation stricte à laquelle ce dernier était soumis²⁵.

La titrisation à base d'hypothèques, par exemple, consiste pour un intermédiaire financier à acheter un lot de prêts hypothécaires de l'émetteur original de ces prêts et à financer le prix de cet achat en les revendant par tranches (un peu comme du poulet pressé) sous forme de titres financiers à des investisseurs, qui reçoivent ainsi un droit aux intérêts hypothécaires et au principal au prorata de leur participation. La procédure de titrisation, applicable à toutes sortes d'actifs réunis en toutes sortes de combinaisons, est fort attrayante parce qu'elle ouvre de vastes possibilités pour le dosage des rendements et du risque des portefeuilles des clients investisseurs. Par contre, à mesure que les nouveaux titres ainsi créés s'éloignent des émetteurs originaux, le danger augmente que l'information sur l'importance du risque sous-jacent perde en fiabilité. La complexité des titres dérivés est propre à engendrer l'opacité, voire les manipulations douteuses.

Les banques parallèles, malgré ce qualificatif, sont de vraies banques. Tout comme les banques traditionnelles qui reçoivent des dépôts, elles se financent en vendant des titres de *court*

25. En 2007, les cinq plus grandes banques d'affaires américaines indépendantes étaient Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs et Morgan Stanley. Leur actif total de 4 000 milliards de dollars équivalait aux deux tiers de celui des cinq plus grandes banques traditionnelles, qui atteignait alors 6 000 milliards.

terme (sujets à retraits presque sur demande) et placent les fonds obtenus dans des actifs de *long* terme. Même quand elles sont parfaitement saines, elles sont exposées à des paniques bancaires où les créanciers veulent retirer massivement leurs fonds à *court* terme de l'institution, mais où cette dernière ne peut satisfaire à ces demandes parce qu'elle a placé l'argent dans des actifs de *long* terme. Mais alors que, depuis les années 1930, les paniques ont été éliminées du secteur bancaire traditionnel aux États-Unis par une réglementation stricte et un bouclier de protection sécuritaire, les nouvelles banques parallèles y sont restées exposées. En partie par négligence et en partie par idéologie, les administrations américaines successives ont en effet omis de les soumettre au même type de réglementation protectrice que celui qui encadre les banques traditionnelles. Les banques parallèles sont restées mal surveillées, n'avaient pas l'obligation de conserver un minimum strict de réserves liquides, n'avaient pas accès aux prêts ou avances de la banque centrale, n'étaient pas protégées par un régime d'assurance des créanciers tel que l'assurance dépôt et n'étaient pas soumises à un processus contrôlé de résolution de leurs actifs en cas de faillite²⁶.

C'est la conjonction de tous ces éléments qui a provoqué la crise financière, la contraction du crédit et la récession américaine et mondiale à partir de la fin de 2007. L'éclatement de la bulle immobilière, la dégringolade du prix des maisons et la multiplication des défauts de paiement sur les hypothèques ont eu des effets désastreux sur les propriétaires de maisons, sur les sociétés émettrices d'hypothèques et sur les investisseurs qui détenaient des produits adossés à des hypothèques à haut risque qui ne valaient plus rien. Au premier chef, les banques d'affaires, dont les portefeuilles étaient remplis de ces produits

26. La faillite du gros fonds de couverture Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998 avait illustré la vulnérabilité de ce secteur parallèle bien avant la crise de 2008.

et qui détenaient des réserves de liquidité insuffisantes, ont été durement éprouvées.

En mars 2008, une intervention ponctuelle de la banque centrale (la « Réserve fédérale ») a d'abord permis d'éviter de justesse la faillite de la banque d'affaires Bear Stearns (actif de 350 milliards de dollars) en facilitant son acquisition par la banque JPMorgan Chase. La Réserve fédérale voulait éviter une telle faillite parce qu'elle aurait pu causer une panique bancaire en cascade en mettant en doute la solvabilité des créanciers de Bear Stearns, des créanciers de ses créanciers, des créanciers des créanciers de ses créanciers, et ainsi de suite. Naturellement, l'absence de protection formelle et réglementaire suffisante pour les banques d'affaires, bien connue du public investisseur, augmentait sensiblement la probabilité d'une telle panique. On avait observé ce phénomène dans les années 1930.

En septembre 2008, au bord de la faillite à son tour, la banque d'affaires Merrill Lynch (actif de 1000 milliards) a annoncé sa vente à la Bank of America. Au même moment, le géant de l'assurance American International Group (AIG, actif de 860 milliards) a fait face à la faillite en raison de son implication massive dans les produits basés sur le risque de défaut de paiement. Il a été effectivement nationalisé par la Banque de réserve fédérale de New York. De leur côté, écrasées par les hypothèques à haut risque, les deux grandes sociétés hypothécaires publiques Fannie Mae et Freddie Mac (actif combiné de 1700 milliards) ont dû être prises en charge directement par le gouvernement fédéral.

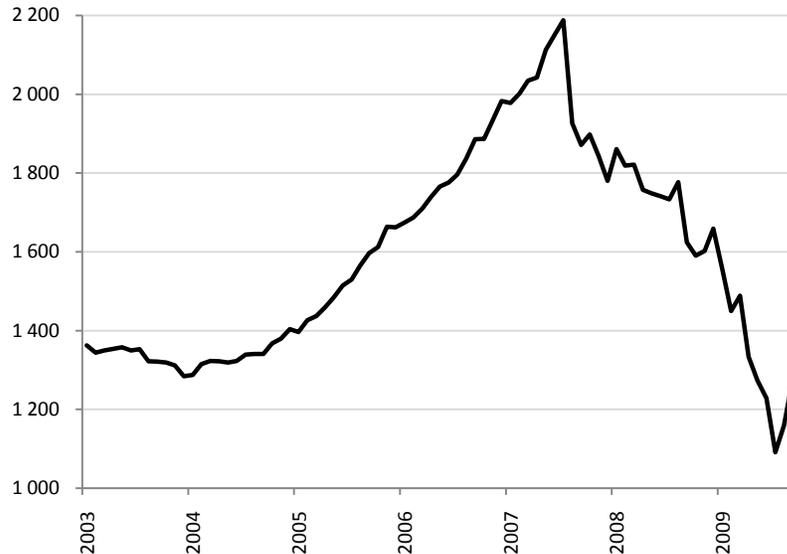
L'événement le plus marquant de ce septembre noir a cependant été l'incapacité de la banque d'affaires Lehman Brothers (actif de 650 milliards) à trouver un acheteur pour éviter la faillite. Contrairement à ce qu'elles avaient fait dans le

cas de Bear Stearns, les autorités n'ont pas pu ou n'ont pas voulu cette fois finaliser le sauvetage. La faillite a eu lieu.

L'effondrement de Lehman Brothers a provoqué plus de vagues sur les marchés financiers américains que n'importe quel autre événement depuis la Grande Dépression. La crise financière s'est rapidement intensifiée. On a assisté à une contraction aussi violente que soudaine du crédit à travers le système financier. L'évolution de l'encours du papier commercial, le plus important titre de financement à court terme émis par les entreprises, illustre bien les choses. Le **graphique 80** permet de constater que les investisseurs ont fui le papier commercial à toute épouvante après juillet 2007. Sa valeur totale en circulation a diminué de 410 milliards de dollars, soit de 19 %, entre juillet 2007 et août 2008 après l'éclatement de la bulle immobilière et de la crise du papier commercial adossé à des actifs (le PCAA). La chute s'est encore accélérée après la faillite de Lehman Brothers, l'encours essuyant une baisse supplémentaire de 690 milliards, soit de 39 %, entre août 2008 et juillet 2009 (avant de commencer à se redresser par la suite). Au total, ce sont donc 1100 milliards de dollars, c'est-à-dire la moitié de l'encours du crédit passant par ce conduit primordial, qui ont disparu entre l'été 2007 et l'été 2009²⁷.

27. L'effondrement du PCAA est encore plus frappant. Sa valeur totale en circulation a diminué de 740 milliards de dollars, soit de 61 %, entre juillet 2007 et juillet 2009.

Graphique 80 : Encours total du papier commercial aux États-Unis, janvier 2003 à septembre 2009 (en milliards de dollars)



Source : U.S. Federal Reserve.

Une contraction du crédit était naturellement inévitable par suite de l'effondrement du marché pour les produits financiers adossés à des hypothèques, qui avaient antérieurement nourri le crédit hypothécaire. Les investisseurs ont abandonné ce marché. Mais plusieurs autres facteurs ont *amplifié* la contraction du crédit en accélérant le processus de liquidation des actifs.

Premièrement, la perte de valeur considérable des produits adossés à des actifs dans les portefeuilles de toutes les institutions financières (pas seulement des banques parallèles) représentait pour elles une perte d'avoir propre. Elles ont cherché frénétiquement à rétablir le rapport, qui était en chute libre, entre la valeur de leurs réserves liquides et celle leur endettement à des niveaux sécuritaires en vendant des actifs, en coupant les marges de crédit et en faisant moins de prêts.

Mais ce mouvement de « vente de feu » visant à modérer leur levier d'endettement a lui-même empiré la situation en créant un *cercle vicieux de dépréciation* supplémentaire des actifs et d'accélération de l'effondrement du crédit.

Deuxièmement, le naufrage des produits adossés à des hypothèques jetait un *discrédit général* sur l'ensemble des nouveaux produits complexes des dernières années, qu'ils soient adossés à d'autres types d'actifs ou qu'ils ne soient adossés à rien (comme ceux qui étaient purement basés sur le risque de défaut de paiement). Beaucoup d'investisseurs anxieux ont abandonné tous ces produits et fui vers le havre sécuritaire qu'offraient, par exemple, les bons du Trésor. Cela a encore amplifié la contraction de tous les segments du marché du crédit.

Troisièmement, les nouveaux produits financiers exotiques se trouvaient maintenant disséminés un peu partout en quantités variables et incertaines d'une institution à l'autre. Les investisseurs ne savaient plus quelle institution avait un bilan encore sain et quelle autre avait, au contraire, un bilan empoisonné par des produits dépréciés. Afin d'éliminer *l'incertitude sur la solvabilité* des institutions à qui ils avaient affaire, ils ont pris en grand nombre la fuite vers des actifs sûrs.

Enfin, quatrièmement, la *vulnérabilité structurelle* des banques parallèles, dépourvues qu'elles étaient de la protection officielle de la banque centrale et d'une institution comme l'assurance dépôt, était connue de tous. Cela accentuait l'inquiétude au sujet de leur solvabilité, accélérât les demandes de retraits de la part des investisseurs, minait la capacité de ces institutions de se financer et réduisait encore plus leur capacité d'effectuer des prêts.

C'est ainsi, pour toutes ces raisons, qu'une quantité relativement modeste d'actifs hypothécaires à haut risque a pu saper la confiance des investisseurs et autres intervenants non

seulement envers ce marché particulier, mais aussi envers un éventail beaucoup plus large d'actifs et de marchés²⁸. D'un incendie local, on est passé à la conflagration, un peu comme lors de l'incendie de Rimouski en 1950. En avril 2009, le FMI a estimé qu'entre 2007 et 2010 la dépréciation cumulative de tous les types d'actifs des institutions financières américaines aura dépassé les 2100 milliards de dollars²⁹.

La contraction aiguë du crédit a transformé en récession en bonne et due forme le ralentissement économique initialement engendré en 2007 par l'éclatement de la bulle immobilière. La raison est évidemment que la circulation du crédit est aussi vitale au bon fonctionnement de l'économie que la circulation sanguine l'est à la bonne santé du corps humain. Le blocage du crédit qu'a connu l'économie américaine depuis deux ans est l'équivalent économique d'une occlusion artérielle.

On a assisté, pour ainsi dire, à un accident vasculaire cérébral (un AVC) économique. Moins de crédit et plus d'anxiété face à l'avenir ont immédiatement voulu dire moins d'achats de consommation des ménages et moins de dépenses d'investissement des entreprises, donc moins de production et d'emploi dans l'ensemble de l'économie. Le **tableau 18** permet justement de constater qu'en volume réel ce sont les dépenses qui sont les plus sensibles à la disponibilité du crédit (achats d'automobiles et dépenses d'investissement) qui ont subi la chute la plus importante aux États-Unis entre le début de la récession (automne 2007) et le printemps 2009.

28. Voir Timothy Geithner, « Reducing systemic risk in a dynamic financial system », Discours devant l'Economic Club de New York, juin 2008, sur www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/index.html.

29. Fonds monétaire international, *Global Financial Stability Report*, avril 2009, tableau 1.3 et annexe 1.5.

Tableau 18 : Variation du volume réel des dépenses de consommation des ménages et d'investissement des entreprises aux États-Unis entre le trimestre d'automne 2007 et le trimestre du printemps 2009 (en pourcentage)

Élément	Variation (%)
Dépenses de consommation des ménages	
Services	0,3
Biens non durables	-3,0
Automobiles	-23,9
Autres biens durables	-6,6
Dépenses d'investissement des entreprises	
Construction résidentielle	-34,3
Construction non résidentielle	-14,2
Achats d'équipement et de logiciels	-22,0

Source : U.S. Department of Commerce.

L'économie « réelle » est donc tombée solidement en récession. Au printemps 2009, la production intérieure américaine avait perdu 3,9 % de son volume réel par rapport au sommet atteint un an auparavant. Le taux d'emploi de la population adulte, lui, avait baissé cumulativement de 7,3 % entre le début de 2007 et septembre 2009. Pour l'emploi comme pour la production, la chute était déjà, au printemps 2009, la plus importante de toutes celles qui ont été enregistrées aux États-Unis depuis les années de la Grande Dépression.

La récession aurait pu être plus profonde encore si les autorités américaines n'étaient pas intervenues avec célérité et fermeté. Ces interventions ont visé à empêcher la crise financière de prendre plus d'ampleur, à dégeler le crédit et à combattre la récession. Premièrement, après la catastrophe de Lehman Brothers, les autorités n'ont permis à aucune autre grande entreprise financière de faire faillite. On a ainsi pu éviter la répétition du phénomène des faillites en cascade qui a transformé la récession de 1930 en dépression.

Deuxièmement, afin de régénérer le crédit, la Réserve fédérale et le Trésor se sont ingéniés à trouver toutes sortes de mécanismes pour mettre des liquidités et du capital à la disposition des institutions financières coincées dans la tourmente : prêts de dernier ressort, garanties de dette, prise en charge d'actifs dépréciés, clarification des bilans, tests de résilience, injections directes de capital, extensions de l'assurance dépôt, crédit offert par les sociétés publiques Fannie Mae et Freddie Mac, etc.

Troisièmement, depuis novembre 2008, afin de combattre la récession en encourageant la demande globale, la Réserve fédérale a maintenu les taux d'intérêt à court terme en-dessous de $\frac{1}{4}$ de 1 %, soit le niveau le plus bas de l'histoire monétaire contemporaine.

Quatrièmement, la détente monétaire étant manifestement insuffisante pour arrêter la récession et faire redémarrer la production et l'embauche, l'administration fédérale a proposé pour 2009 un budget très expansionniste qui comprend un soutien ponctuel sans précédent au secteur financier et une importante combinaison d'augmentation des dépenses et de réduction des impôts³⁰.

Si bien qu'à la fin de l'été 2009, le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, pouvait déclarer que « l'activité économique paraît stabilisée » et que « les perspectives d'un retour à la croissance à court terme sont bonnes³¹. »

30. La Conférence des Nations-Unies pour le commerce et le développement (la CNUCED) a calculé que les mesures discrétionnaires du budget fédéral de 2009 concernant les revenus et les dépenses étaient d'environ 770 milliards de dollars, ce qui équivaut à 5,5 % du PIB américain. La médiane pour les 21 pays avancés analysés par la CNUCED est de 1,4 %. Voir CNUCED, *Trade and Development Report, 2009*, Genève, 2009, tableau 1.8 (sur www.unctad.org/en/docs/tdr2009ch1_en.pdf).

31. Ben Bernanke, « Reflections on a year of crisis », Discours prononcé au Symposium annuel de la Banque de Réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, août 2009 (sur www.federalreserve.gov).

La contagion

Comment la crise financière, la contraction du crédit et la récession venues des États-Unis se sont-elles propagées aux autres régions de la planète? Par contagion financière et commerciale. Dans un monde de plus en plus interdépendant, toute perturbation majeure frappant un continent va inévitablement avoir d'importantes retombées sur les autres continents.

Au plan financier, par exemple, avant la crise américaine de 2008, on a observé des répercussions mondiales lors de la crise latino-américaine de 1982, des krachs boursiers de 1987 et de 2000, de la crise mexicaine de 1994 et de la crise asiatique de 1997. Les marchés boursiers, les marchés obligataires, les marchés des monnaies et les marchés des matières premières fluctuent quotidiennement à l'unisson sur tous les continents. De plus en plus, les portefeuilles des investisseurs de chaque pays contiennent des titres des autres pays.

Le **tableau 19** donne une idée de la progression de l'interpénétration financière entre la plaque tournante que sont les États-Unis et le reste du monde. En 1998, la valeur des actifs détenus par les Américains à l'étranger équivalait à 58 % du PIB des États-Unis et la valeur des actifs détenus par les étrangers aux États-Unis, à 68 % du PIB des États-Unis. Au net, la dette américaine envers l'étranger s'établissait donc à 10 % du PIB. Seulement dix ans plus tard, en 2008, la dette extérieure nette des États-Unis a augmenté à 24 % du PIB. Cela confirme évidemment le phénomène bien connu de l'endettement croissant des États-Unis envers l'étranger.

Tableau 19 : Actifs détenus par les Américains à l'étranger, actifs détenus par les étrangers aux États-Unis et dette extérieure des États-Unis, en 1998 et en 2008 (en pourcentage du PIB des États-Unis)

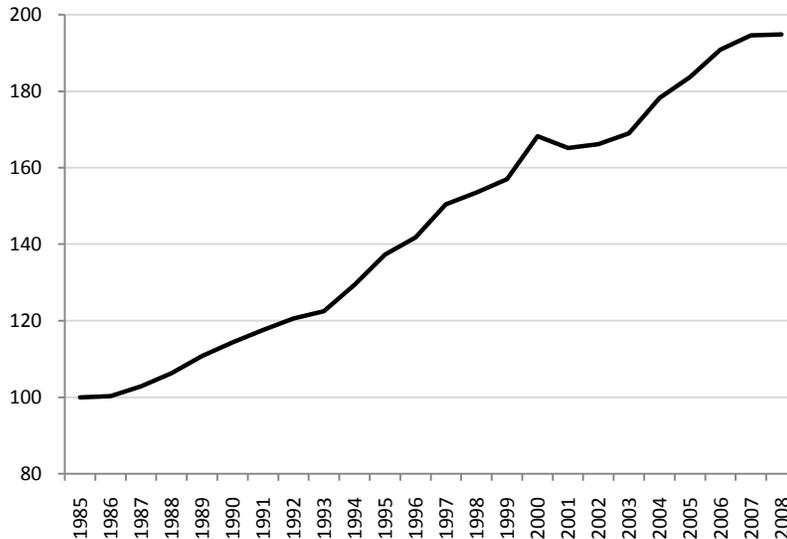
Élément	1998	2008
(1) Actifs détenus par les Américains à l'étranger	58 %	138 %
(2) Actifs détenus par les étrangers aux États-Unis	68 %	162 %
(3)=(2)-(1) Dette extérieure nette des États-Unis	10 %	24 %

Source : U.S. Department of Commerce.

Mais il y a plus. Le tableau permet également de constater que la propriété croisée des actifs a considérablement augmenté dans l'intervalle : le poids des actifs des Américains à l'étranger et celui des actifs des étrangers aux États-Unis ont *tous les deux plus que doublé*, ayant respectivement grimpé à 138 % et à 162 % du PIB américain. Cela donne la mesure du rythme de progression de la mondialisation financière en seulement dix ans.

La mondialisation du commerce des marchandises et des services a elle aussi avancé à pas de géant au cours des dernières décennies. Le **graphique 81** montre qu'en 2008 le volume du commerce mondial était deux fois plus important en proportion du volume de la production mondiale (le PIB réel mondial) que 23 ans auparavant, en 1985. Au cours de cette période, le commerce a quadruplé tandis que la production a doublé. En moyenne, dans l'ensemble de la planète, c'est aujourd'hui un dollar de production locale sur trois qui est destiné à l'étranger. Il y a seulement 25 ans, c'était un dollar sur six.

Graphique 81 : Évolution du rapport entre le volume du commerce mondial et le volume de la production mondiale (indice : 1985=100), 1985 à 2008



Source : Fonds monétaire international.

Sur les autres continents, le secteur immobilier n'a pas connu partout des tribulations comme aux États-Unis, mais de vives tensions se sont néanmoins manifestées dans quelques pays, notamment en Chine, en Espagne, en Irlande, au Royaume-Uni et à Singapour. Le boom immobilier fut, dans ces pays, un facteur aggravant de la récession.

Mis à part ces quelques bouleversements immobiliers locaux, la crise américaine s'est, au premier chef, propagée au reste du monde par la voie financière. Dans l'Union européenne, les institutions financières détenaient beaucoup de produits financiers adossés à des hypothèques américaines à haut risque. Elles ont commencé à subir des pertes sur ces actifs à partir du milieu de 2007. Par la suite, et surtout après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, les mêmes facteurs de propagation et d'amplification qu'aux États-Unis ont joué :

cercle vicieux de dépréciation des actifs; discrédit général sur les produits financiers complexes; incertitude des investisseurs sur la solvabilité des institutions; fuite vers les actifs sûrs. En avril 2009, le FMI a estimé qu'entre 2007 et 2010 la dépréciation cumulative de tous les types d'actifs subie par l'ensemble des institutions financières de la zone euro et du Royaume-Uni va dépasser les 1900 milliards de dollars³². C'est presque autant que la perte de 2100 milliards des institutions financières américaines qu'a prévue le FMI pour la même période.

En Europe occidentale comme aux États-Unis, l'automne 2008 fut très perturbé. Furent rescapés, restructurés, fusionnés ou nationalisés les prêteurs hypothécaires britanniques HBOS et Bradford and Bingley, la banque bénéluxienne Fortis, le prêteur hypothécaire allemand Hypo Real Estate, la banque belgo-franco-luxembourgeoise Deixa, le géant bancaire suisse UBS et plusieurs banques suédoises. Plus tard, au début de 2009, d'autres géants bancaires, ING aux Pays-Bas, et Royal Bank Scotland et Lloyds au Royaume-Uni, ont dû être secourus. Le crédit s'est violemment contracté et la récession s'est répandue dans toute l'Europe.

Les pays les plus durement frappés ont été l'Islande et l'Irlande, dont le développement économique, depuis plusieurs années, a été financé par des capitaux importés. Les pertes subies par les banques islandaises et irlandaises ont immédiatement déclenché la dégringolade financière, une fuite de capitaux et une contraction du crédit qui ont nécessité une intervention massive des gouvernements. Dans le cas de l'Islande, qui n'est membre ni de la zone euro ni de l'Union européenne, la couronne s'est soudainement dépréciée de 50 % et le FMI a été appelé à la rescousse. Parmi les économies avancées, la baisse de l'activité économique prévue par le FMI en 2009 est inégalée

32. FMI, *Op. cit.*, tableau 1.3 et annexe 1.5.

pour l'Islande (-8,5 %) et l'Irlande (-7,5 %), et elle est loin d'être négligeable pour la Finlande (-6 %), l'Allemagne et l'Italie (-5 % chacun).

Ailleurs dans le monde, les produits titrisés n'étaient pas aussi répandus qu'aux États-Unis et en Europe occidentale. Mais après l'été 2008, ce sont tous les continents qui ont été marqués par un repli vers les actifs sûrs, des fuites de capitaux, la dépréciation de monnaies, le gel du crédit et de pénibles récessions. Les flux nets de capitaux privés vers les pays émergents se sont presque arrêtés en 2009.

Avant la crise de 2008, une importante source de fonds pour des pays émergents comme la Russie et le Brésil était le *carry trade*. Il s'agit d'argent mis à la disposition des entreprises locales à partir d'emprunts à découvert effectués dans les pays à très bas taux d'intérêt comme le Japon. Cette source s'est rapidement tarie, entraînant la dépréciation des monnaies des pays importateurs des capitaux et l'appréciation du yen. Cela a, par exemple, contribué à la dépréciation de 40 % du real brésilien par rapport au yen entre août et décembre 2008.

Si la récession s'est initialement propagée à partir des États-Unis au reste du monde par la voie financière, elle a été ensuite *amplifiée* par la voie commerciale. Le volume du commerce mondial a diminué beaucoup plus que le volume de la production mondiale. Alors qu'il prévoit une chute du PIB réel mondial de 1,1 % en 2009 (voir le **tableau 17** plus haut), le FMI juge que le commerce mondial pourrait se contracter de 12 % en volume et de 4400 milliards de dollars américains en valeur.

Il y a trois sources d'amplification de la récession. La première découle de l'*effet multiplicateur* classique. Si le pays A, tombé en récession, importe moins du pays B, le pays B va voir la baisse de ses exportations vers le pays A creuser encore plus sa propre récession. Par conséquent, B va réduire à son tour ses importations de A, qui va donc encore réduire ses importations

de B, et ainsi de suite. Cet effet multiplicateur au niveau mondial n'est pas insignifiant.

La deuxième source d'amplification de la récession repose sur les *types de produits* qui font l'objet des échanges commerciaux entre pays. Ces échanges contiennent beaucoup de produits manufacturés, et tout particulièrement des biens durables de consommation (automobiles, ameublements, produits récréatifs) et des biens d'équipement (mécaniques ou électroniques). Et comme le **tableau 18** plus haut en a témoigné dans le cas des États-Unis, ces biens sont justement les plus durement touchés par une récession qui coupe la disponibilité du crédit.

La troisième source d'amplification de la récession est la baisse concomitante des *cours des matières premières*. Elle frappe les pays exportateurs de ressources naturelles brutes ou semi-transformées. Pendant les quatre derniers mois de 2008, selon le FMI, les prix mondiaux des hydrocarbures ont baissé de 58 % et ceux des autres matières premières, de 31 %.

La profondeur de la récession en 2009 varie donc beaucoup d'un pays ou d'une région à l'autre selon l'importance de l'endettement envers l'étranger, de la fuite des capitaux, des fluctuations de la monnaie, du secteur manufacturier exportateur et des exportations de matières premières. Le Canada, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, par exemple, ne dépendent pas beaucoup de capitaux importés, mais ils ont de grands secteurs manufacturiers exportateurs, ils sont des fournisseurs mondiaux de matières premières et leurs monnaies se sont fortement dépréciées dans les derniers mois de 2008. De grands pays comme la Chine et l'Inde ont mieux tenu le coup que la moyenne parce que, relativement à leur énorme taille, ils ne sont que modestement impliqués dans le commerce

extérieur³³. Le Japon, lui, a souffert surtout du fait qu'il est un grand exportateur de produits manufacturés durables. Des pays comme les États baltes et l'Ukraine ont essuyé des fuites de capitaux catastrophiques et des dépréciations marquées de leurs devises.

Après la tempête soulevée par la faillite de Lehman Brothers au milieu de septembre 2008, la réaction des dirigeants politiques à la crise financière a surpris par son unanimité, sa célérité et sa fermeté. Le Groupe des Sept (G7) s'est réuni à Washington dès le 10 octobre suivant³⁴. Il en est résulté une entente sans précédent sur les points suivants : soutenir les institutions financières qui sont vitales pour la stabilité du système financier; dégeler le crédit; s'assurer que l'accès au capital, à la liquidité et au financement est adéquat; renforcer les régimes d'assurance dépôt; et promouvoir une évaluation juste et transparente des actifs financiers. Avant la fin d'octobre, plus d'une vingtaine de pays, y compris les États-Unis, avaient déjà annoncé divers plans destinés à sécuriser leurs systèmes financiers.

Depuis lors, partout où cela a été possible, les taux d'intérêt à court terme ont été abaissés aux niveaux les plus bas et des mesures monétaires inédites ont été mises en œuvre³⁵. Des budgets très expansionnistes ont été déposés dans la plupart des pays où la situation financière du gouvernement le permettait. La Conférence des Nations-Unies sur le commerce et le développement a calculé que ce sont la Chine, la Corée, le Brésil, les États-Unis, la Russie, l'Australie, le Japon et le Canada

33. En Chine, comme on le mentionne plus loin, de puissants stimulants fiscaux se sont ajoutés pour modérer l'ampleur de la récession.

34. Le G7 comprend sept pays dont le PIB total équivaut à 42 % du PIB mondial. Ce sont les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Italie et le Canada.

35. CNUCED, *Op. cit.*, tableau 1.7.

qui ont introduit les stimulants budgétaires les plus importants³⁶. L'amplitude modérée de la récession au Canada est également attribuable en partie à la solidité du système financier de ce pays, qu'a récemment reconnue le World Economic Forum³⁷.

En avril 2009, ce fut au tour du Groupe des Vingt (G20) de se réunir à Londres³⁸. Les intentions exprimées lors de ce sommet ont porté sur l'importance de restaurer l'emploi et la croissance; de renforcer la surveillance et la réglementation du système financier; de résister au protectionnisme; d'encourager le commerce et l'investissement internationaux; et de combattre la pauvreté et les inégalités. Ces intentions ont été réaffirmées lors du sommet suivant, qui a eu lieu à Pittsburgh en septembre 2009.

En juillet 2009, ces développements positifs faisaient poser au FMI le diagnostic provisoire suivant :

Après une profonde récession mondiale, la croissance économique s'est redressée : des interventions de grande envergure des pouvoirs publics ont soutenu la demande et réduit l'incertitude et le risque systémique sur les marchés financiers. La reprise devrait être lente, car les systèmes financiers restent déficients, il faudra s'affranchir progressivement de l'appui des pouvoirs publics et, dans les pays où les prix des actifs se sont effondrés, les ménages

36. CNUCED, *Op. cit.*, tableau 1.8.

37. World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, Genève, 2008, tableau 8.07, p. 456 (sur www.weforum.org/documents/gcr0809/index.html).

38. Les vingt membres du G20 sont les sept pays membres du G7, l'Union européenne comme entité spéciale et les douze pays suivants : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Corée, Inde, Indonésie, Mexique, Russie et Turquie. Si on inclut les 27 pays membres de l'Union européenne dans le calcul, le PIB total du G20 équivaut à 84 % du PIB mondial; si on exclut les 23 pays de l'Union européenne qui ne font pas individuellement partie du G7, le pourcentage baisse à 75 % du PIB mondial.

continueront de reconstituer leur épargne tout en étant confrontés à un chômage élevé. Il reste essentiel de remettre sur pied le secteur financier tout en poursuivant une politique macroéconomique de soutien jusqu'à ce que la reprise soit solidement installée. Cependant, il faut se préparer à s'affranchir de façon ordonnée des interventions extraordinaires³⁹.

Conclusion

D'où vient la récession mondiale synchronisée de 2008-2009? Il s'agit d'une récession systémique engendrée par un dérapage initial du système financier américain dont les conséquences ont été catastrophiques pour l'économie réelle des États-Unis et ont été propagées rapidement par contagion financière et commerciale à travers la planète.

En raison d'une réglementation financière permissive, le système financier américain a été incapable de digérer le tsunami de fonds prêtables qui est apparu sur les marchés mondiaux au cours des années récentes. Cette permissivité a deux aspects. Premièrement, depuis le début des années 1980, des produits traditionnels comme les hypothèques avaient été déréglementés de façon à permettre des prises de risque plus importantes. L'énorme afflux de fonds à prêter, les bas taux d'intérêt qui l'accompagnaient et le niveau quasi-illimité du risque permis ont transformé ce qui, après 2002, aurait été un boom immobilier classique en bulle spéculative incontrôlable.

Deuxièmement, formant une espèce de système bancaire parallèle échappant à la réglementation bancaire traditionnelle, des institutions comme les banques d'affaires, les holdings bancaires et les fonds de couverture ont pris un essor sans

39. FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, octobre 2009, p. xii (sur www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/textf.pdf).

précédent, en lançant sans trop de contrainte toutes sortes de nouveaux produits financiers pouvant accepter des niveaux de risque plus élevés que ce à quoi le secteur bancaire traditionnel nous avait habitué.

Or, parmi ces nouveaux produits se sont retrouvés des titres adossés à des hypothèques à haut risque issues de la bulle immobilière. L'éclatement de la bulle après 2006 a mis le feu aux poudres en dévalorisant ces hypothèques à haut risque « titrisées » que détenaient en abondance les banques d'affaires indépendantes ou associées à des holdings bancaires. Étant mal protégées par le filet de la réglementation et de l'assurance, plusieurs de ces institutions ont éprouvé de sérieuses difficultés financières au courant de 2007 et de 2008, ce qui les exposaient à des ruées bancaires. Plusieurs facteurs aggravants pouvaient frapper n'importe quand : cercle vicieux de dépréciation des actifs; discrédit général sur l'ensemble des produits financiers complexes; incertitude des investisseurs sur la solvabilité des institutions; fuite vers les actifs sûrs.

La débandade se produisit effectivement en septembre 2008, lorsque l'administration fédérale n'a pas pu ou n'a pas voulu sauver la grande banque d'affaires Lehman Brothers de la faillite. Ce fut la panique en bonne et due forme. Le processus de liquidation des actifs et la fuite des investisseurs se sont accélérés et le crédit a subi une contraction soudaine et violente à travers le système financier. Cette espèce d'AVC économique a fait immédiatement tomber l'économie réelle des États-Unis dans sa pire récession depuis les années de la Grande Dépression.

La crise financière, la contraction du crédit et la récession aux États-Unis se sont alors rapidement propagées aux autres régions de la planète par contagion financière et commerciale. En Europe occidentale, les banques détenaient beaucoup d'actifs adossés à des hypothèques américaines à haut risque et

d'autres produits complexes suscitant la méfiance des investisseurs. Plusieurs ont dû être rescapées, restructurées, fusionnées ou nationalisées afin que soit évité un effondrement systémique. Partout, un repli vers les actifs sûrs, des fuites de capitaux, des dépréciations de monnaies et des gels de crédit sont apparus et ont provoqué de pénibles récessions. Parmi les pays les plus durement frappés, on retrouve l'Islande, l'Irlande, les tigres asiatiques, les États baltes, l'Ukraine, le Botswana. La récession a été également amplifiée par l'effet multiplicateur du commerce international, par la concentration du commerce dans les produits manufacturés durables, qui sont très sensibles à la disponibilité du crédit, et par la chute des cours des matières premières pour les pays qui en sont d'importants exportateurs.

La réaction des dirigeants politiques a heureusement surpris par son unanimité, sa célérité et sa fermeté dès octobre 2008. On s'est entendu pour soutenir les institutions financières qui sont vitales pour la stabilité du système financier; pour dégeler le crédit; pour s'assurer que l'accès au capital, à la liquidité et au financement soit adéquat; pour renforcer les régimes d'assurance dépôt; et pour promouvoir une évaluation juste et transparente des actifs financiers. Ces lignes directrices ont été généralement suivies sur les cinq continents. De plus, partout où cela a été possible, les taux d'intérêt à court terme ont été abaissés et des budgets très expansionnistes ont été adoptés.

À la fin de l'été 2009, tout n'était pas revenu complètement à la normale dans le secteur financier, les politiques expansionnistes devaient être maintenues encore pendant un certain temps, les stratégies de sortie de crise n'étaient pas encore au point, la réforme de la réglementation financière locale marquait le pas dans plusieurs pays, et l'instabilité financière internationale ne recevait pas, pour l'instant, beaucoup d'attention. Néanmoins,

la crise financière immédiate paraissait calmée, l'activité économique, stabilisée et la reprise, en vue.