

## 3. La crise financière commentée

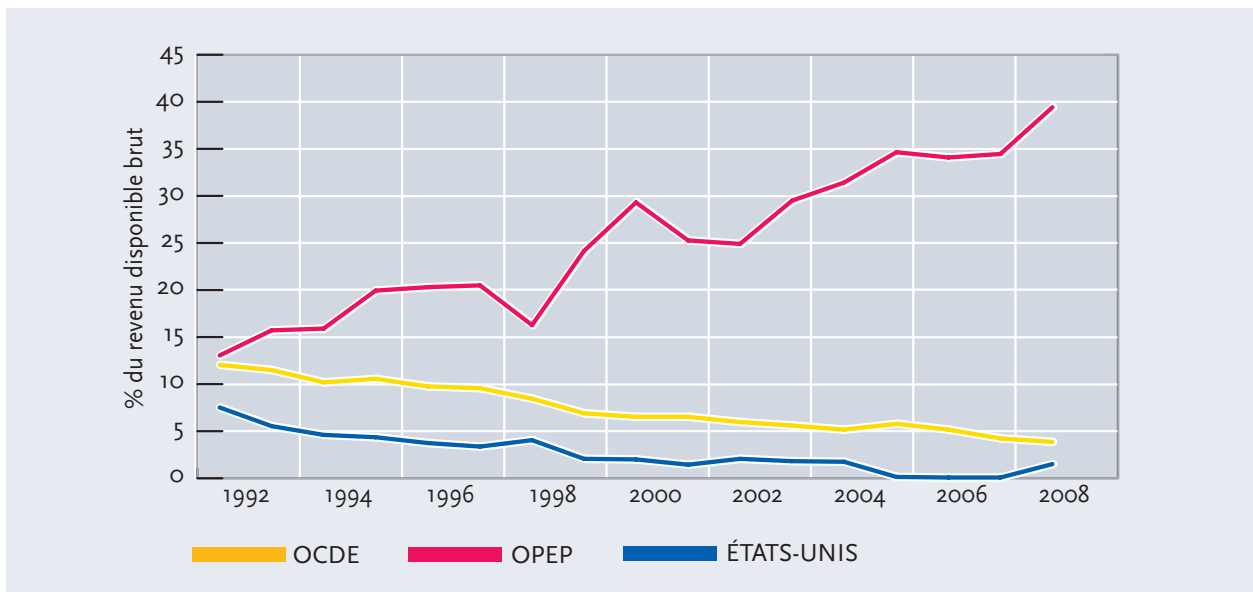
### 3.1 Une lecture de la crise financière

- Une décennie prospère masquant la montée de déséquilibres

Depuis le milieu des années 1990, la sphère économique a connu des fondamentaux stables et globalement positifs : l'inflation est maîtrisée dans les pays développés et les taux de croissance économique ont été relativement stables. Au-delà de cette calme façade, de grands déséquilibres se sont dans le même temps creusés en termes de flux de capitaux.

L'activité économique mondiale croissante a tiré vers le haut les prix des matières premières, offrant de ce fait une rente importante aux pays producteurs de celles-ci. Ces pays montrant typiquement une propension à épargner importante (graphique 16), cet accroissement de ressources s'est ainsi mué en une importante manne financière à investir.

GRAPHIQUE 16: Taux d'épargne des ménages



Source: OCDE, CIBC.

Ces capitaux se sont globalement dirigés vers des actifs réputés sans risque, autrement dit massivement vers les obligations d'état américaines. La conséquence a été une baisse des taux d'intérêt à

long terme, mouvement renforcé par des politiques monétaires très accommodantes. Cet environnement de taux bas a prévalu pendant la majeure partie de la dernière décennie.

### • Une expansion massive du système financier

Cette abondance de liquidités a contribué à une forte hausse de l'offre comme de la demande de crédit dans nos économies. Du fait de la faiblesse de l'épargne dans les pays occidentaux, les dépôts des agents économiques locaux n'ont pas crû à la même vitesse que les encours de crédit. Les banques ont donc été contraintes de se financer plus largement sur les marchés des capitaux internationaux.

Un autre changement de paradigme s'est opéré dans le domaine de la nature et de l'influence de

l'actionnariat. Les actionnaires individuels traditionnellement relativement passifs et présents à long terme dans le capital des entreprises, ont été supplantés par des gestionnaires institutionnels, quasiment exclusivement motivés par le rendement à court terme. Les institutions financières (comme de nombreuses institutions non financières d'ailleurs) se sont donc lancées à la recherche d'autres sources de rendement pour satisfaire la demande de ces nouveaux actionnaires.

### • Des caractéristiques intrinsèques fragilisantes

L'augmentation des encours de crédit et la recherche de nouvelles sources de rendement a mené à une expansion rapide du bilan des banques. Ce mouvement d'expansion, nourri par des prix d'actifs sans cesse poussés à la hausse par les achats continus, s'est largement poursuivi au-delà des seuls bilans des banques. Cette course effrénée au rendement a permis le développement de ce qui apparaît aujourd'hui comme un véritable

système bancaire parallèle. De nombreux acteurs d'un nouveau genre sont apparus sur les marchés financiers (Hedge Funds, Private Equity funds, Money Market Funds). Ceux-ci, se situant hors du domaine bancaire régulé, ont accumulé des montants d'actifs énormes en regard de leurs fonds propres, présentant ainsi un effet de levier et donc une rentabilité impressionnante tant que la situation s'est avérée favorable.

#### ENCADRÉ 1 : Effet de levier

L'effet de levier consiste à multiplier le rendement apparent d'un actif en le finançant partiellement par un emprunt. Prenons un exemple :

- Supposons que l'on investisse 100 € de nos fonds dans un actif rapportant 6 % l'an. Au bout d'un an, on aura accumulé 106 €, soit un rendement de 6 % sur le montant de fonds propres investi.
- Supposons maintenant que pour acheter cet actif, l'on investisse 10 € de nos fonds et que les 90 € restants soient financés par un emprunt à un an à 4 %. Au bout d'un an, le bilan sera :  
 $100 \text{ €} * 6 \% - 90 \text{ €} * 4 \% = 6 \text{ €} - 3,6 \text{ €} = 2,4 \text{ €}$  soit  $10 \text{ €} * 24 \%$   
 donc un rendement apparent de 24 % sur le montant de fonds propres investi.  
 L'effet de levier augmente le rendement des fonds propres. On dit dans cet exemple que le levier est de 10 (100 € d'actifs = 10 \* 10 € de fonds propres).
- Supposons alors que l'actif perde 3 % de sa valeur. Dans le premier cas (pas de levier), on aura perdu 3 €, donc 3 % de nos fonds. Dans le deuxième cas cependant, nous sommes toujours tenus de rembourser l'intégralité de nos emprunts, le résultat est donc :  
 $100 \text{ €} * (-3 \%) - 90 \text{ €} * 4 \% = -3 \text{ €} - 3,6 \text{ €} = -6,6 \text{ €}$  soit  $10 \text{ €} * -66 \%$ .  
 On aura perdu 66 % de nos fonds propres !

De façon finalement très similaire à ce simple exemple, l'ensemble des institutions financières sont des véhicules d'investissement à effet de levier. Une banque commerciale, par exemple, emprunte à ses clients le montant des dépôts, sur lesquels est versé un intérêt, pour faire levier sur ses fonds propres et investir un multiple du montant de ces fonds propres (en titres financiers ou en crédits directs).

Les banques ont suivi le mouvement en créant des sociétés “coquilles” non reprises dans leur bilan, se finançant également en empruntant sur les marchés internationaux soit à très court terme (quelques jours). Ces “coquilles” bénéficient donc d’un fort effet de levier pour augmenter leur rentabilité.

L’ensemble de ces acteurs présentent des caractéristiques communes augmentant significativement

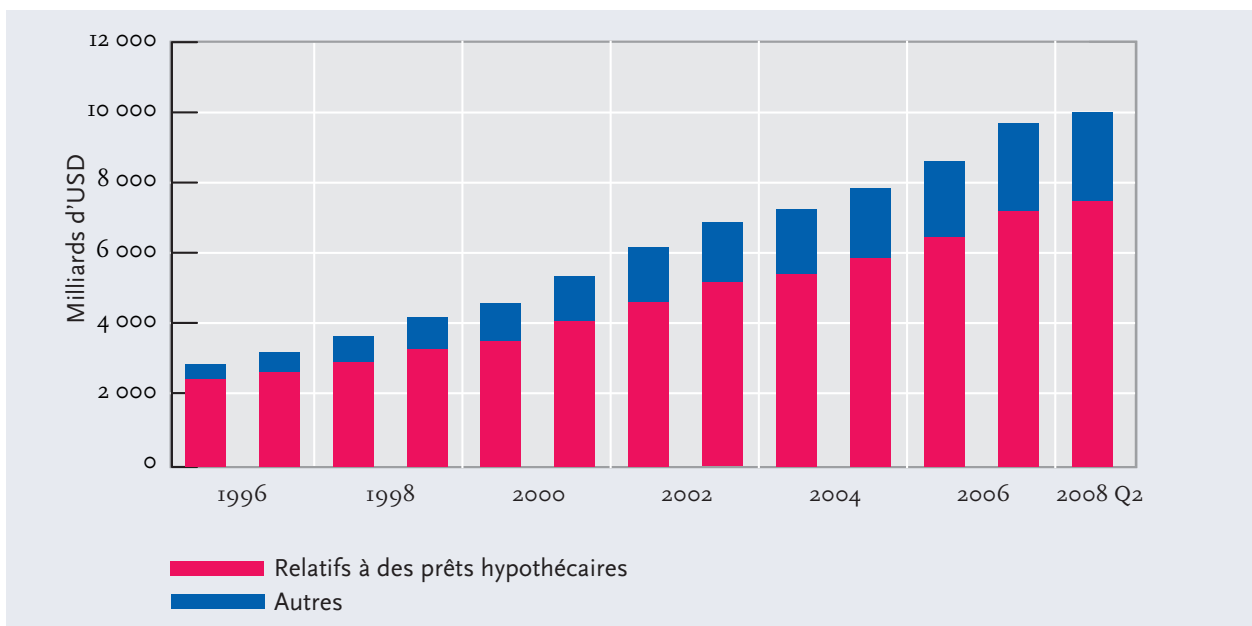
le risque systémique, c’est-à-dire pouvant affecter tout le système économique. D’une part, de faibles fonds propres et un effet de levier très important. D’autre part, un niveau élevé de risque de transformation : ces acteurs empruntent au jour le jour des sommes énormes pour investir dans des actifs de long terme. Leur rentabilité voire leur viabilité repose donc sur cette capacité d’emprunt à (très) court terme.

• Un système bancaire parallèle porté par de nouveaux instruments de transfert

Un des éléments clés dans l’avènement et le développement de ce système bancaire parallèle est l’essor prodigieux qu’ont connu les titrisations et les

produits dérivés au cours des dernières décennies (graphique 17).

GRAPHIQUE 17: Encours d’actifs titrisés aux États-Unis



Source: SIFMA.

La titrisation permet aux institutions accordant des nouveaux crédits de ne pas garder ceux-ci dans leur bilan en les transformant en titres financiers qui peuvent alors être échangés sur les marchés. Les produits dérivés, quant à eux, permettent entre autres

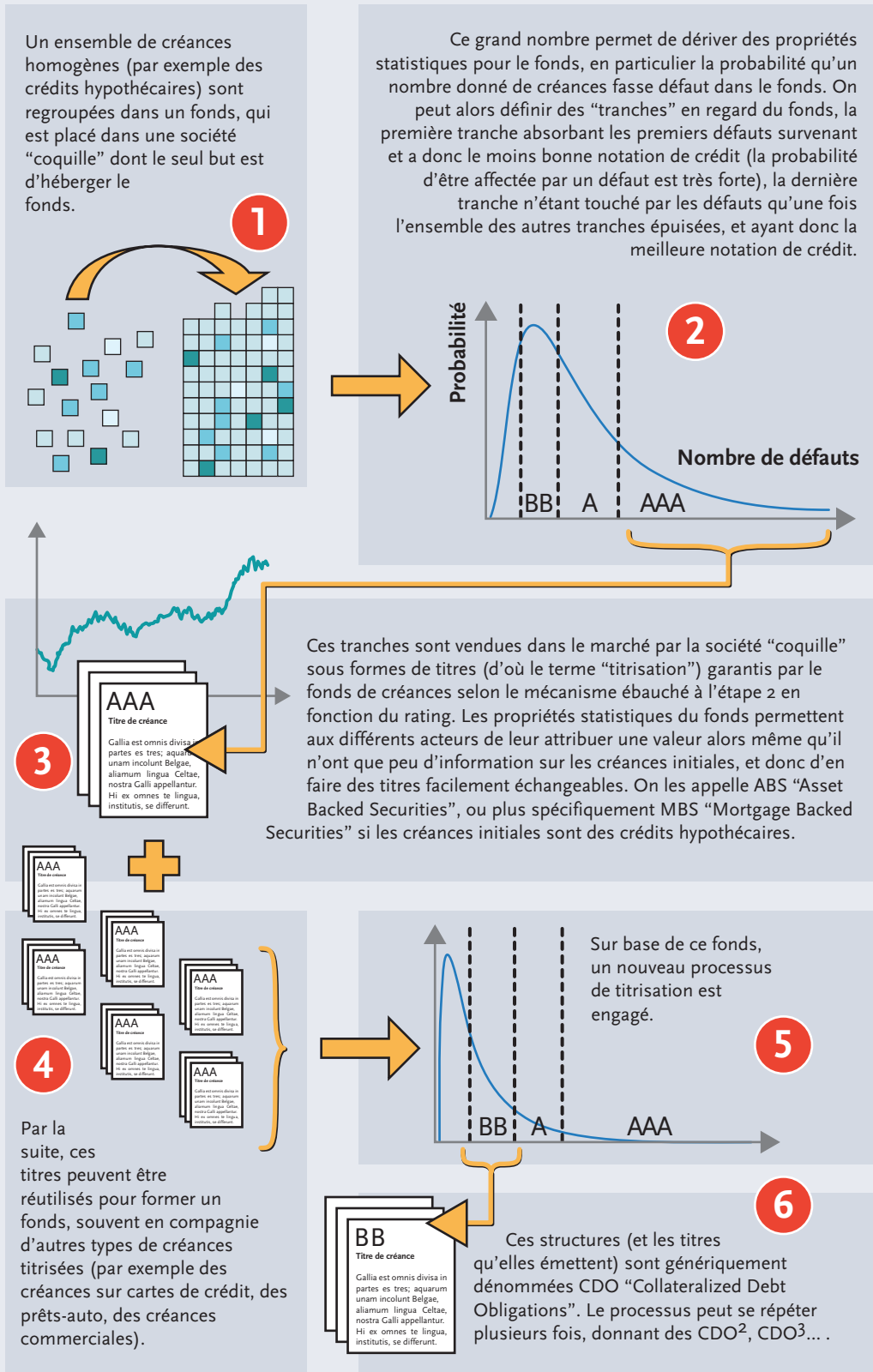
aux opérateurs d’échanger certains types de risques associés à des positions financières (fluctuation de taux et de change, risque de défaut sur créance, risque de baisse de valeur d’actifs) sans se défaire de (ou réciproquement sans acquérir) la position.

ENCADRÉ 2 : Titrisation

**Définition**

Une opération de titrisation consiste à transformer un ensemble de créances qui a priori ne peuvent être échangées sur les marchés, en titres valorisables et échangeables.

**Description d'une titrisation**



### • Des asymétries d'information menant à une estimation biaisée du risque

Cet ensemble de facteurs a, d'une part, contribué à fragmenter et disséminer largement le risque au travers d'un système financier globalisé, rendant par la même très difficile d'identifier quels sont les porteurs ultimes de ces risques. D'autre part, il a rendu plus difficile le contrôle et la régulation et a largement augmenté les asymétries d'information dans le système. Il en a découlé une mauvaise appréciation des risques et une faible rétribution pour les risques assumés en général.

Un rôle clé dans l'aspect informationnel est joué par les agences de notation de crédit (« rating agencies », les principales étant S&P, Moody's et Fitch),

dont le modèle de fonctionnement n'a pas été neutre dans la suite des événements. Avec la complexification des produits financiers, le rôle de ces agences est devenu crucial pour des opérateurs financiers qui, incapables de décortiquer intégralement ces nouveaux instruments, s'en sont remis exclusivement aux notes que les agences attribuent pour juger du risque associé à ces actifs. Or, ces agences de notation sont des entreprises privées et l'exercice de notation est toujours payé par l'émetteur du titre et non par son acheteur. Il est ainsi légitime de mettre en doute la parfaite impartialité de l'information sur le risque relayée par ces agences à travers leurs notations.

### • Subprimes

Dans leur course au crédit, les banques se retrouvent tôt ou tard confrontées au problème de trouver de nouveaux emprunteurs.

Une possibilité est de relâcher les critères d'octroi de crédits hypothécaires pour inclure une nouvelle frange de ménages comme emprunteurs dans le système. Cette possibilité sera notamment rencon-

trée par une politique d'accès à la propriété des minorités et des moins aisés très volontariste aux États-Unis. Plus que la qualité de l'emprunteur, qui a de fortes chances d'être incapable de procéder au remboursement, c'est le potentiel d'appréciation du bien immobilier garantissant l'emprunt qui devient le critère d'attribution du prêt.

#### ENCADRÉ 3 : Subprimes

En Belgique, comme dans la plupart des pays européens, les crédits hypothécaires sont accordés suivant des critères stricts et réglementairement encadrés. Ceux-ci assurent à la fois que les capacités de remboursement de l'emprunteur sont suffisantes – en le protégeant contre le surendettement – et que la valeur du bien en garantie à la date du contrat est suffisante en regard du montant prêté. Aux États-Unis, le marché est beaucoup moins encadré, ce qui se traduit de deux manières. D'une part, les acteurs autorisés à émettre des crédits hypothécaires sont beaucoup plus nombreux et moins surveillés, et d'autre part, des prêts peuvent être accordés à des emprunteurs peu solvables.

La combinaison de ces deux facteurs (courtiers en crédit peu scrupuleux, prêts à des ménages sans capacité de remboursement adéquate) a amené une variabilité beaucoup plus importante dans la qualité des crédits accordés. Si, en Europe, l'ensemble des crédits hypothécaires peuvent être considérés comme raisonnablement sûrs, aux États-Unis, plusieurs catégories sont distinguées :

- “prime mortgages” : équivalents aux crédits accordés en Europe
- “Alt-A” : crédits de qualité intermédiaire
- “subprime” : crédits de mauvaise qualité (p.ex. pas d'historique de revenus, pas de preuve d'emploi, charge de remboursement très élevée par rapport aux revenus connus, montant d'emprunt très élevé par rapport à la valeur estimée du bien...)
- Et d'autres catégories plus spécifiques...

Il n'existe donc pas de définition stricte d'un crédit subprime : c'est le terme générique désignant un crédit ayant peu de chance d'être remboursé.

Trois éléments importants entrent en jeu dans la problématique des subprimes :

- l'hypothèse d'un accroissement constant du prix de l'immobilier résidentiel américain,
- la dissémination et la perte d'information du fait du processus de titrisation,
- une méconnaissance des mécanismes en jeu par les acheteurs finaux.

Le premier point n'est en définitive pas spécifique au marché des subprimes. La croyance volontariste dans une augmentation continue de la valeur des actifs est en fait générale à la veille de l'éclatement de la crise.

Le deuxième point n'est pas non plus spécifique au marché hypothécaire. Il est évident que les risques associés aux prêts subprimes sont importants, mais la prise de tels risques par les prêteurs spé-

cialisés dans ce segment est facilitée par le phénomène de titrisation. Les crédits ne restent en effet pas au bilan des banques, mais sont placés dans des sociétés "coquilles" (voir encadré 2) Ce processus peut se répéter deux ou trois fois. À chaque étape, on s'éloigne un peu plus de l'unique détenteur de l'information complète sur les emprunteurs et les biens en garantie, à savoir l'institution ayant accordé le prêt...

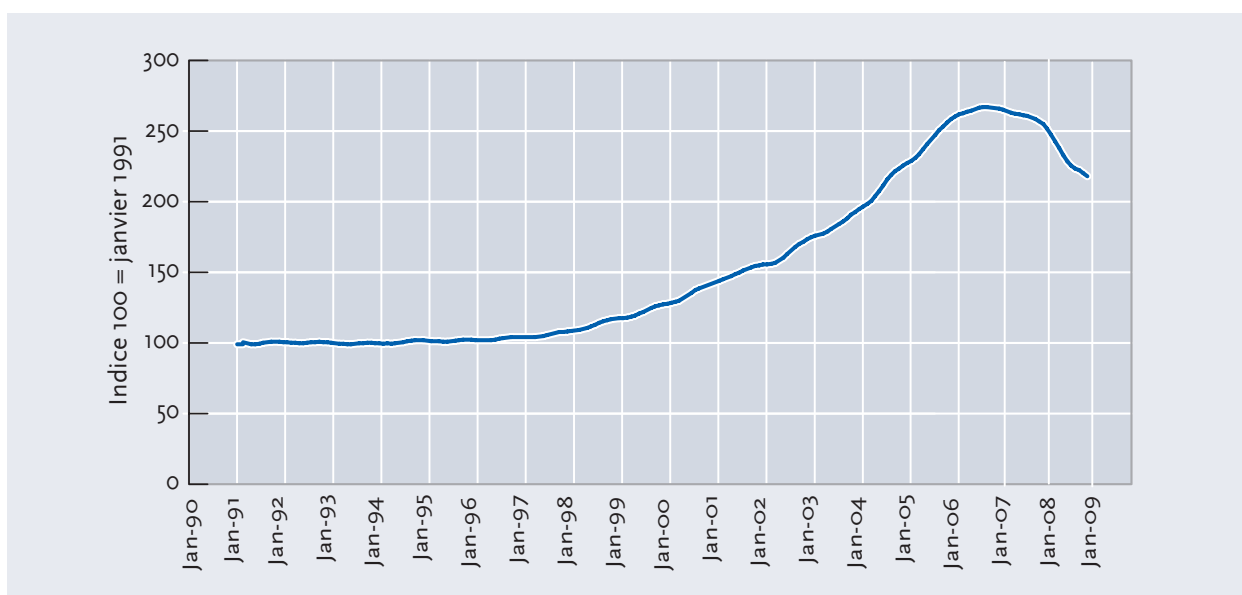
Le troisième point est relatif à la nature particulière des crédits subprimes par rapport à d'autres crédits hypothécaires. En effet, comme brièvement décrit ci-contre, l'élément clé dans ce nouveau marché hypothécaire n'est plus la solvabilité de l'emprunteur, mais la valeur du bien en garantie. Le mécanisme des crédits subprimes et leur titrisation massive va en fait mondialiser l'exposition à la bulle immobilière américaine !

#### • Le feu aux poudres

Le marché immobilier aux États-Unis commence à se retourner en 2005 (graphique 18). Le taux de croissance des prix de l'immobilier, supérieur à 5 % par an en moyenne et à deux chiffres dans de nom-

breuses zones urbaines entre 2000 et 2005, diminue alors rapidement pour devenir négatif dans les zones urbaines en 2006 et globalement en 2007.

GRAPHIQUE 18: Indice des prix du marché immobilier résidentiel aux États-Unis



Source: OFHEO, S&P, calculs propres.

• La machine se retourne contre elle-même

Le risque lié aux crédits subprimes, disséminé dans l'ensemble du système par la titrisation, va se concrétiser massivement, et ce avec une virulence mal anticipée. La déroute sur le marché des subprimes va avoir des conséquences bien au-delà de ses propres frontières, pour différentes raisons :

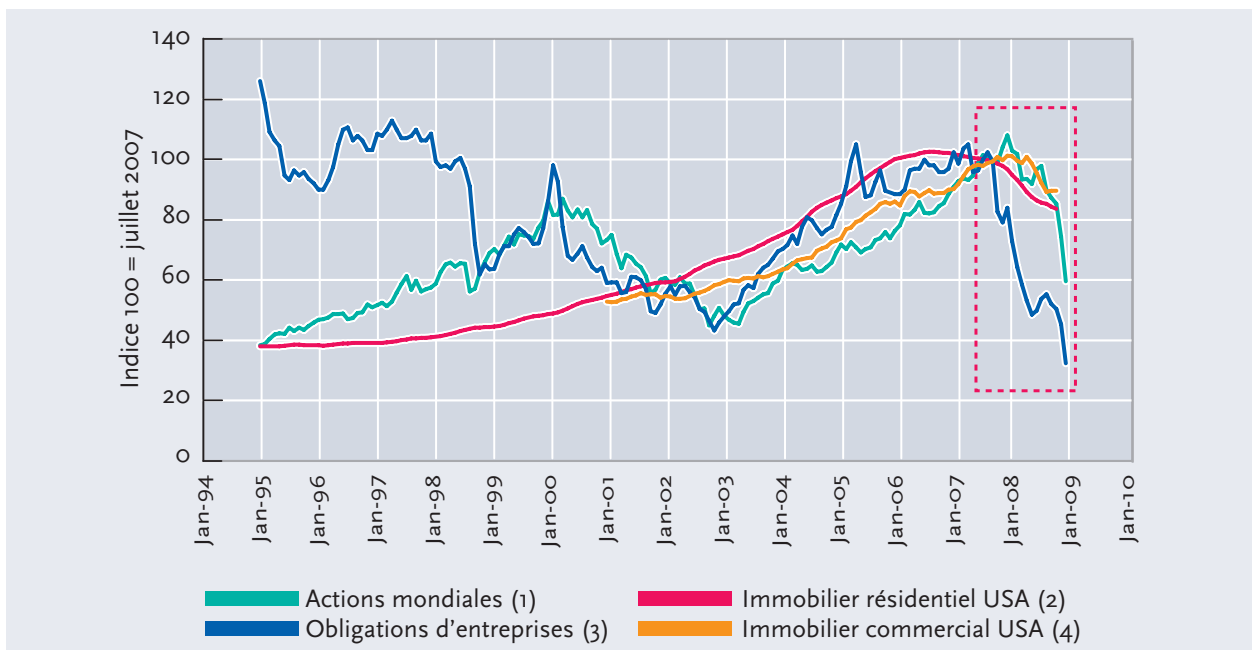
- l'éclatement de cette bulle rappelle le monde financier à l'ordre quant au coût du risque, sous-estimé bien au-delà du domaine des crédits subprimes. D'autres catégories d'actifs surévalués sont donc réévalués à la baisse ;
- les titres garantis par des crédits subprimes ont été combinés à des titres associés à d'autres types de créances dans les structures CDO (cf. encadré 2). Ces structures souffrent globalement de la déconfiture du marché hypothécaire. C'est donc l'en-

semble des CDO contenant en partie seulement des subprimes qui est touché ;

- l'effet de levier, multiplicateur de profits en période faste, est aussi un multiplicateur de pertes en période de crise. Du fait de la maigreur de leurs fonds propres, de nombreuses institutions sont sévèrement affectées par une perte sur le seul compartiment sub-prime, et doivent donc massivement vendre d'autres actifs pour diminuer le volume de leur bilan, ce qui entraîne d'autres marchés à la baisse.

L'éclatement de la bulle immobilière américaine entraîne donc une correction massive relayée sur l'ensemble des marchés financiers, comme le montre le graphique 19.

GRAPHIQUE 19: Indice de prix des principales catégories d'actifs



(1) MSCI World  
 (2) basé sur OFHEO et Case-Shiller  
 (3) basé sur le spread entre obligation d'entreprises Baa et obligations d'état à 10 ans  
 (4) Moody's CRE.  
 Source: FED, Moodys, OFHEO, S&P, MSCI, calculs propres.

• Une spirale de méfiance

Les risques liés aux subprimes, ainsi qu'à d'autres catégories de créances devenues douteuses avec la crise, ont été largement dispersés dans le système. Au cours de l'année 2007, les banques elles-mêmes ont des difficultés à faire le compte de leur

exposition, sans parler de l'exposition indirecte à travers des emprunts accordés à d'autres institutions financières dont l'exposition leur est à peu près inconnue. La question clé sur le marché durant l'été 2007 devient : « où sont les pertes ? ».

Comme mentionné plus haut, le système a largement échangé l'information privilégiée sur l'emprunteur contre la confiance en la contrepartie sur le marché, en passant d'un modèle de relation à un modèle de transactions. Cette confiance disparaissant d'un coup, les marchés se bloquent. Le marché interbancaire lui-même, marché sur lequel les banques et institutions financières se prêtent sans garantie, s'est brusquement contracté, aucune banque ne souhaitant prêter à ses consœurs si ce n'est à très court terme et en quantité limitée.

En mars 2008, la quasi-faillite de la banque d'investissement américaine Bear Sterns envoie une violente onde de choc sur les marchés. La prompte

réaction des autorités, qui facilitent une reprise par la banque JP Morgan, permet cependant un apaisement rapide.

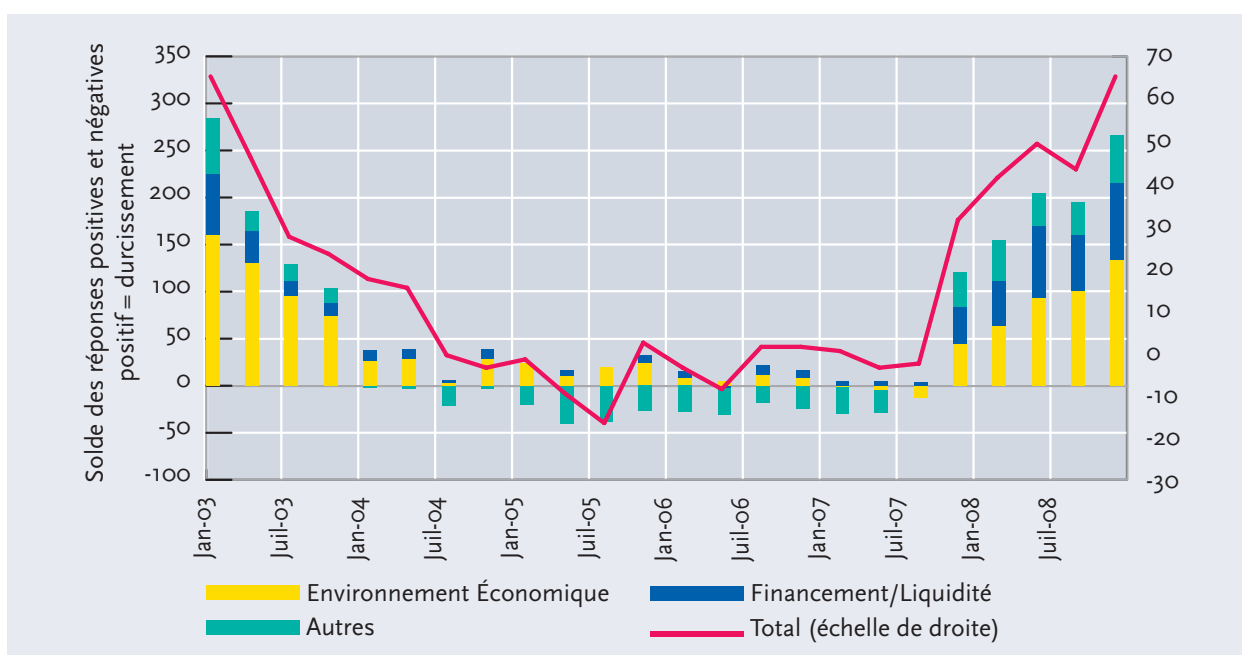
Dans le même temps, de nombreuses institutions augmentent leurs fonds propres en faisant appel aux capitaux privés. De grands groupes bancaires lèvent ainsi des dizaines de milliards de dollars et d'euros auprès d'investisseurs privés et institutionnels. À ce stade, on pense pouvoir sortir de la crise sans catastrophe majeure, les banques pansant leurs plaies, réduisant progressivement leurs bilans, rapatriant les véhicules hors bilan, et regarissant leurs fonds propres.

### • Les perspectives économiques se dégradent

Ce scénario favorable apparaît cependant de moins en moins probable à mesure que la situation macroéconomique se dégrade à son tour :

- augmentation vertigineuse du prix des matières premières dans la première moitié de l'année 2008 pesant sur l'activité industrielle ;
- montée de l'inflation et par ricochet, perspective de taux d'intérêt élevés ;
- richesse sévèrement amputée des ménages sous l'action de la baisse des marchés d'actions et des marchés immobiliers entraînant des perspectives de consommation maussades ;
- resserrement des conditions de crédit dû aux difficultés de financement des banques et aux lourdes pertes qu'elles ont subies (graphique 20).

GRAPHIQUE 20: Évolution des conditions d'octroi de crédit aux entreprises par les banques européennes



Source: BCE.



En retour, ces dégradations affectent davantage les institutions financières :

- perspectives dégradées pour les institutions non financières augurant d'un accroissement du nombre de défauts sur les crédits accordés par les banques ;
- élargissement des catégories d'actifs évoluant à la baisse, les crédits subprimes

étant rejoints par l'ensemble des crédits hypothécaires, les créances sur cartes de crédits, les prêts à l'achat automobile, l'immobilier commercial, les obligations d'entreprises ;

- illiquidité persistante sur les marchés de créances titrisées liées aux catégories énoncées ci-dessus.

### • La crise autoalimentée provoque les grandes faillites

L'ensemble de ces facteurs accentuent la pression sur le système bancaire. Les moins-values enregistrées sur les actifs titrisés sont estimées à 2,8 trillions de dollars au mois d'octobre 2008.

Leurs résultats étant largement amputés par des perspectives négatives, les institutions financières voient leurs fonds propres sévèrement érodés. En conséquence, le climat de morosité économique s'accroît, bouclant ainsi le cercle vicieux qui fait replonger la confiance dans un système financier dont on commence à se demander s'il n'est pas globalement en faillite. Les interventions répétées des

banques centrales pour fournir des liquidités aux marchés n'ont pas d'effet apparent sur les tensions sur le marché interbancaire et les baisses de taux répétées de la banque centrale américaine ne semblent pas tempérer le pessimisme des agents économiques.

Les événements s'accroissent avec les difficultés révélées durant l'été des deux grandes agences de garantie de crédits hypothécaires sponsorisées par le gouvernement des États-Unis, Freddy Mac et Fanny Mae.

### • Panique

Le 7 septembre, ces deux agences sont placées sous le contrôle de leur régulateur, provoquant des pertes sèches pour les détenteurs d'actions et d'obligations de ces agences.

Le 15 septembre, la banque d'investissement Lehman Brothers est mise en faillite faute de pouvoir se financer, impliquant des pertes potentiellement importantes pour les actionnaires, prêteurs et contreparties de l'institution.

Le lendemain, l'assureur AIG, premier assureur mondial, est renfloué et nationalisé par le gouver-

nement des États-Unis devant l'incapacité de l'assureur à tenir ses obligations suite à la dégradation de sa note de crédit.

Les autres banques d'investissement américaines cherchent un abri : Merrill Lynch est rachetée par Bank of America, alors que Goldman Sachs et Morgan Stanley annoncent leur intention de changer de statut pour devenir des banques commerciales aptes à recevoir les dépôts de clients.

C'est le coup fatal pour le marché des prêts interbancaires (graphique 21).

GRAPHIQUE 21: Différence entre taux interbancaire à 3 mois et rendement des obligations d'état à 3 mois aux États-Unis : "TED spread"



Source: FED.

L'ensemble des institutions financières mondiales est mis face à l'extrême difficulté de se financer sur le marché interbancaire et d'émettre une quelconque sorte de moyen de financement (dette, actions), tant la méfiance à leur égard est devenue aiguë.

Une catastrophe du secteur commence, certaines institutions plus saines profitant de l'opportunité pour s'approprier à faible coût des consœurs en grande difficulté, mais l'ampleur de la crise appelle à des solutions concertées plus radicales.

En Belgique, Fortis est mise au ban du marché interbancaire depuis la mi-2007 du fait d'une communication tardive sur ses expositions, puis du risque élevé lié à l'acquisition d'ABN Amro et enfin des incertitudes grandissantes quant à sa solvabilité entretenue par la communication chaotique de son management. Elle est donc la plus bousculée et la première à rechercher l'assistance de la puissance publique. Rapidement, l'ensemble des autres grandes banques du pays reçoivent une aide publique, sous forme d'injection de capital et de garantie sur les emprunts (cf. encadré 4).

## ENCADRÉ 4: Impact sur le système financier en Belgique

Les trois grandes institutions bancaires ayant leur siège en Belgique ont été touchées par la crise à différents degrés. Dans les trois cas, les pouvoirs publics ont dû intervenir, avec des motifs et des moyens dépendant de l'ampleur de l'exposition des institutions, de l'urgence face aux problèmes rencontrés, ainsi que de la structure juridique caractérisant ces institutions. Le tableau suivant reprend les principaux aspects de cette intervention.

	FORTIS	DEXIA	KBC
Situation & Exposition	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Portefeuille de crédits structurés de 50 milliards partiellement investi en titres subprimés</li> <li>• Véhicule hors bilan Scaldis financé à très court terme</li> <li>• Achat d'une partie d'ABN Amro pour 24 milliards d'euros dont le financement n'est pas bouclé</li> <li>• Structure de bilan impliquant un recours important au marché interbancaire</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Filiale d'assurance-crédit FSA aux États-Unis, secteur d'activité très fortement affecté par la crise</li> <li>• Bilan présentant un effet de levier important</li> <li>• Structure de bilan impliquant un recours important au marché interbancaire</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Portefeuille de crédits structurés de 10 milliards d'euros, partiellement investi en titres subprimés</li> <li>• Activités importantes en Europe de l'Est</li> </ul>
Problèmes	<p>Crise de confiance majeure due à l'impact de la situation et des expositions face à la crise : impossibilité de se refinancer sur le marché interbancaire (besoin de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards d'euros par jour), probablement amplifié par des comportements prédateurs de ses concurrents.</p> <p>Fortis a un besoin impérieux de liquidités, et doit augmenter ses fonds propres pour rassurer le marché. Dans les deux cas, les acteurs privés refusent de s'investir.</p>	<p>Crise de confiance due à l'incertitude des moyens à injecter dans FSA pour la maintenir à flot. Financement difficile sur le marché interbancaire, aggravé après l'éclatement du cas Fortis.</p> <p>Dexia a un fort besoin de liquidités et de capitaux, difficiles à obtenir sur les marchés dans les conditions du moment.</p>	<p>Situation favorable par rapport aux autres institutions, mais doutes sur l'impact total du portefeuille de crédits structurés et sur les implications du fort ralentissement économique en Europe de l'Est.</p> <p>KBC n'a apparemment pas de problème de liquidité, et devrait augmenter ses fonds propres pour faire face aux inquiétudes, à un moment où le secteur bancaire est sous le coup d'une attaque spéculative.</p>
Actions	<p>Le cas de Fortis est rendu complexe par la structure de double holding du groupe et par son caractère transfrontalier.</p> <p>Pour rétablir la confiance dans l'institution sur le marché interbancaire, les gouvernements belges, luxembourgeois et néerlandais prennent une participation de 49,9 % dans la branche bancaire de Fortis le 27 septembre, dans le but de rassurer le marché sur la solidité de l'entreprise et donc de réactiver le financement interbancaire. La BNB prend en charge le maintien de la liquidité de Fortis. Le 2 octobre, le gouvernement néerlandais décide de nationaliser à 100 % l'ensemble des activités sur son territoire. Suite à cela, les états belges et luxembourgeois doivent reconsidérer leur plan. Pour garantir la continuité des opérations, un repreneur est recherché pour le pôle bancaire belge. ING fait offre sur l'ensemble du groupe pour 1 euro symbolique et BNP Paribas fait une première offre pour quelques euros par action, sous conditions. Faute d'autres candidats, c'est avec BNP Paribas qu'est négociée puis conclue la cession du pôle bancaire et des activités d'assurances.</p>	<p>Dexia est dans la même situation transfrontalière que Fortis.</p> <p>Le 30 septembre, Dexia lève des fonds auprès des gouvernements belges, français et luxembourgeois, ainsi qu'auprès des autres actionnaires – publics et privés – existants. La structure d'actionariat de Dexia<sup>15</sup> est un avantage relatif dans ces conditions, les actionnaires ayant en général plus à perdre que le seul montant de leur investissement dans une faillite de l'institution.</p> <p>Face aux problèmes persistants de liquidité, les trois gouvernements décident le 9 octobre de garantir les emprunts interbancaires ainsi que les émissions d'obligations de Dexia pour un an.</p> <p>Cette mesure sera étendue aux autres banques (il s'agit d'une garantie facultative et payante).</p>	<p>KBC est une entreprise belge, rendant la prise de décision plus aisée. Dans le cas de KBC, la situation concurrentielle a pu jouer un rôle dans la décision de recourir aux fonds publics. En effet, dans les conditions de marché qui prévalent alors, le capital apporté par le gouvernement semble être « meilleur marché » que ce qu'il est possible d'obtenir auprès des investisseurs privés, et ne pas y recourir pourrait impliquer un désavantage concurrentiel pour l'institution.</p> <p>L'octroi de fonds par l'État Belge est conditionné à la nomination de deux administrateurs de l'État au conseil de l'entreprise.</p>

<sup>15</sup> Contrairement au groupe Fortis, Dexia a des actionnaires de référence clairement identifiés (Arco, CDC, Holding Communal,...) qui apportent de la stabilité en temps de crise. Par ailleurs, certains d'entre eux ont un intérêt dans la compagnie au-delà de leur participation au capital : Dexia est un acteur clé du financement des collectivités locales qui sont actionnaires du Holding Communal. Assurer la stabilité et la continuité de Dexia est important pour ces acteurs en dehors de considérations actionnariales.

Il convient de mentionner brièvement le cas de l'assureur Ethias Vie. Ethias Vie propose un « compte d'assurance » (compte First) qui combine des qualités de liquidité (retraits à tout moment sans frais) et de rendement (lien avec les marchés d'actions et d'autres marchés financiers permettant un rendement supérieur aux obligations sans risque) tout en garantissant le capital investi. Le mode de fonctionnement de ce produit s'avère insoutenable dans une crise comme celle qui nous occupe, combinant des aspects de liquidité (perte de confiance des épargnants) et de chute des marchés. Ainsi, la perte de valeur des actifs dans lesquels les réserves de ces produits sont investies implique d'importantes moins-values latentes ainsi que des pertes réalisées suite au retrait des assurés. Dans ces conditions, les fonds propres d'Ethias Vie ont baissé de manière inquiétante face aux exigences réglementaires, et il a été décidé de faire appel à l'autorité publique pour faciliter la recapitalisation de l'entreprise. Un assureur comme Ethias Vie ne connaît pas les mêmes problèmes de liquidité qu'une banque, il s'agit plus ici de mesures de précaution liées à la solvabilité.

Aux États-Unis, le secrétaire au Trésor Henry Paulson propose un plan de stabilisation pour un montant de 700 milliards de dollars. Le plan, plusieurs fois modifié, passera difficilement l'épreuve

du vote aux deux chambres mais finit par être approuvé le 3 octobre. Il sera finalement converti en plan de prise de participation et de garantie de crédits.

En Europe, c'est finalement le ministre des finances britannique Gordon Brown qui convainc les membres de la zone euro de bâtir un plan sur deux axes : prises de participations au capital des institutions financières et garantie souveraine des emprunts interbancaires.

Depuis lors, les états européens se sont engagés à dégager 1 700 milliards d'euros pour appuyer le système bancaire par les deux moyens décrits plus haut. De nombreux états ont pris des participations, parfois majoritaires, dans leurs principales institutions financières, et le marché interbancaire se détend lentement.

Cette crise qui marquera l'histoire de l'économie affecte aujourd'hui de manière flagrante « l'économie réelle » et des plans de relance de grande ampleur sont déjà décidés ou à l'étude dans tous les pays développés. Parallèlement, différents acteurs politiques appellent à une modification des règles du jeu financier pour éviter de rééditer les erreurs ayant mené à cette crise. Une question qu'il serait téméraire d'éluder.

## 3.2 Perspectives

Depuis ses prémices en 2006, la crise financière a largement contaminé l'ensemble des compartiments de l'activité économique. Les impacts potentiels sont nombreux et pourraient être de grande ampleur. Il est cependant malaisé de proposer une estimation quantitative de ceux-ci dans le contexte actuel, fait d'incertitudes à la fois macroéconomiques et politiques (quels vont être les plans de relance ?). On peut cependant énoncer quelques effets auquel il est légitime de s'attendre de façon qualitative.

- Taux d'intérêt : si ceux-ci devraient rester bas pour les taux de court terme (relance monétaire), les taux de long terme pourraient ne pas suivre la baisse. Cette situation serait plutôt positive pour les banques et autres institutions financières, mais désavantageuse pour l'investissement des entreprises, freinant la reprise économique et atténuant l'effet de rebond.
- Discipline retrouvée sur les marchés financiers, impliquant un resserrement sensible du crédit aux particuliers et aux entreprises, par tarissement des moyens de financement et des débouchés de titrisation. L'entrée des états dans le capital de nombreuses banques pourrait adoucir légèrement cet effet.
- Par ailleurs, les différents marchés d'actifs devraient longtemps peiner à retrouver leurs niveaux records, du fait de la désertion des acheteurs institutionnels. La richesse des ménages sera longue à reconstruire, influant négativement sur la consommation pendant un certain temps.
- Une situation instable prolongée pour les pays nouvellement industrialisés et en voie de développement, du fait d'une déconstruction massive des interconnexions dans le système financier, d'un rapatriement des capitaux et de tensions sur les marchés des devises, accentués par la baisse de la demande des économies occidentales aussi bien en matières premières qu'en produits manufacturés.

Conséquemment, les marchés à l'exportation pour les économies occidentales seront dans l'ensemble stagnants ou en régression.

- Confiance durablement entamée. À la fois dans la situation économique attendue dans le futur proche, tous les indicateurs montrant un très fort pessimisme des agents économiques (entreprises, ménages), et dans le système financier et les marchés financiers en général. Ceci devrait limiter la hausse des taux d'intérêt à long terme dans les états jugés solides (forte demande pour les emprunts souverains), mais également tarir encore plus les sources de financement et de capitaux pour les entreprises et institutions financières, voire les états jugés plus faibles.
- Une morosité généralisée sur les marchés immobiliers : rareté du crédit, baisse des revenus disponibles, ventes forcées, manque de confiance, vont entrainer vers le bas le nombre de transactions et les prix.

En ce qui concerne plus spécifiquement Bruxelles :

- La Région a tiré une bonne partie de son dynamisme économique du secteur financier ces dernières années. La chute risque d'être rude en termes de croissance globale de la valeur ajoutée pendant plusieurs trimestres. On peut s'attendre à une stagnation de la valeur ajoutée en 2008, et à un recul en 2009. Pour mémoire, la valeur ajoutée des services financiers à Bruxelles avait décliné de plus de 9 % en 2003 à la suite de la précédente crise financière. Étant donné l'ampleur historique de la crise actuelle, on peut craindre une chute plus brutale encore.
- Du fait de la crise de confiance et de la récession, d'autres secteurs importants pour l'économie bruxelloise, comme l'horeca et le tourisme, devraient pâtir de la conjoncture, de même que les services aux entreprises risquent de ralentir du fait de l'activité mondiale

diminuée. L'exposition de la Région à l'international est généralement plus élevée que pour les autres régions, avec en 2006 63% du chiffre d'affaires des entreprises bruxelloises réalisé à l'exportation, contre 55% pour l'ensemble du royaume. Bruxelles devrait ainsi voir son activité davantage ralentie.

- Les restrictions de crédit vont particulièrement affecter les petites et moyennes entreprises qui sont plus dépendantes des banques pour leur financement, et plus spécifiquement les entreprises devant financer auprès des banques leurs besoins en fonds de roulement. Faute de trouver ces financements, de nombreuses entreprises solvables pourraient se trouver en cessation de paiement. La Région bruxelloise accueille un grand nombre de très grandes entreprises (0,4 % des entreprises bruxelloises comptent plus de 200 employés, contre une moyenne de 0,2 % pour le Royaume), ce qui dans ces conditions représente un avantage. Mais la Région bruxelloise compte également une proportion légèrement supérieure au Royaume d'entreprises de moins de 50 salariés, particulièrement dans le commerce et les activités financières. Les derniers chiffres sur le nombre de faillites montrent ainsi une recrudescence dans la Région, où le commerce est particulièrement touché.
- Globalement, en se référant à nouveau à l'année 2003 qui avait vu le PIB régional stagner, il semble réaliste étant donné l'ampleur de la crise de pronostiquer une décroissance du PIB pour l'année 2009.
- L'assèchement du marché immobilier va fortement réduire les capacités budgétaires de la Région, dont une part importante des revenus est issue des impôts régionaux liés au secteur immobilier (droits d'enregistrement). Sur ce marché, si l'évolution des prix, qui suit une légère pente décroissante depuis la mi-2006, ne devrait pas être dramatique étant donné l'évolution modérée de ceux-ci en comparaison d'autres grandes capitales, le nombre de transactions devrait lui être fortement revu à la baisse en 2009, du fait, d'une part, du resserrement des conditions de crédit, et, d'autre part, d'un attentisme prévisible des acteurs du marché en période d'incertitude. Il convient ici d'insister sur le fait que le marché bruxellois ne partage aucune des caractéristiques de ceux des grandes villes américaines qui sont le foyer de la crise des "subprimes".
- L'emploi dans la Région pourrait s'avérer globalement plus résistant qu'ailleurs. Cependant, les secteurs horeca et services aux particuliers seront amenés à souffrir, comme en attestent les premiers chiffres liés aux faillites. Il paraît également inévitable que les restructurations à venir dans les grands groupes financiers amènent un certain nombre de pertes d'emplois dans ce secteur à Bruxelles. En particulier, dans l'hypothèse de l'aboutissement du rachat de Fortis Banque par BNP Paribas, il faut s'attendre à ce que certaines activités de Fortis soient fusionnées avec celles de BNP Paribas, et conséquemment délocalisées à Paris ou Londres, entraînant la suppression de nombreux postes qualifiés à Bruxelles. Il ne faudrait cependant pas abusivement comparer cette possibilité à l'impact d'autres fusions ou acquisitions bancaires dans le passé. En l'occurrence, BNP Paribas ne dispose pas de réseau de banques de détail en Belgique et son rachat de Fortis Banque ne devrait de ce point de vue pas se traduire par des plans de licenciement massifs dans le personnel moins qualifié. Globalement, les caractéristiques de Bruxelles (secteur industriel de faible importance, secteur institutionnel important, nombreuses grandes entreprises) devraient agir comme des protections pour le nombre de poste de travail dans la Région. On peut cependant s'attendre à une remontée du taux de chômage des résidents, les Bruxellois étant plus exposés aux réductions de postes non qualifiés et précaires, en général plus touchés que les emplois qualifiés. Ceci est confirmé par la chute très brutale de l'emploi intérimaire dans l'industrie au mois de septembre (emplois souvent peu qualifiés) alors que l'intérim dans les services se montre pour l'instant plus résistant.