

**Module 2 / Partie 1 : Croissance et développement
du XIXe siècle à nos jours**

LES CRISES FINANCIÈRES

PLAN

I. La récurrence des crises financières

- A. La déréglementation de la finance favorise la multiplication des crises
- B. La crise de la dette des PED
- C. Une double bulle qui éclate : la crise japonaise de 1990
- D. Une crise de change : la crise asiatique de 1997

II. Les explications des crises financières

- A. L'innovation
- B. Spéculation et comportements mimétiques
- C. Les banques au cœur de crises financières

III. Les effets des crises financières

- A. Le
- B. De la crise des crédits *subprime* à la crise systémique
- C. La crise de la zone euro

1

LA RÉCURRENCE DES CRISES FINANCIÈRES

Les crises financières semblent trouver leurs causes dans la logique même des activités de financement. Elles se manifestent par un krach boursier, une crise bancaire et/ou une crise de change. Dans tous les cas, il s'agit d'une perturbation altérant le fonctionnement de tout ou partie du système financier.

Toutes les crises économiques ne sont pas des crises financières. Ainsi, la crise économique qui, dans les années 1970, signe la fin des Trente Glorieuses ne relève pas de cette catégorie. Inversement, une crise financière peut ne pas avoir d'impact profond sur l'économie réelle. Cela a été le cas du krach boursier d'octobre 1987, alors même que l'effondrement du cours des actions fut plus brutal qu'en octobre 1929.

Si l'on considère l'histoire économique des deux derniers siècles, il apparaît que :

- **jusqu'à la crise de 1929, récessions et dépressions se manifestent le plus souvent d'abord par une altération de la sphère financière, qui propage ensuite ses effets à l'ensemble de l'économie.**
- **De la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'aux années 1970, le secteur financier, étroitement réglementé à cette époque, a connu une longue période de calme pendant laquelle ces crises ont pratiquement disparu.**
- **Depuis les années 1980, en lien avec la déréglementation financière et la liberté de circulation des capitaux, leur fréquence, leur intensité et leur coût pour la collectivité ne cessent de s'élever.** Ce constat conduit alors à s'interroger sur la récurrence des crises financières.

1.1.

LA DÉRÉGLEMENTATION DE LA FINANCE FAVORISE LA MULTIPLICATION DES CRISES

Après une longue période de calme, les crises financières reviennent à partir des années 80. Leur récurrence semble plaider en faveur de l'hypothèse d'instabilité financière.

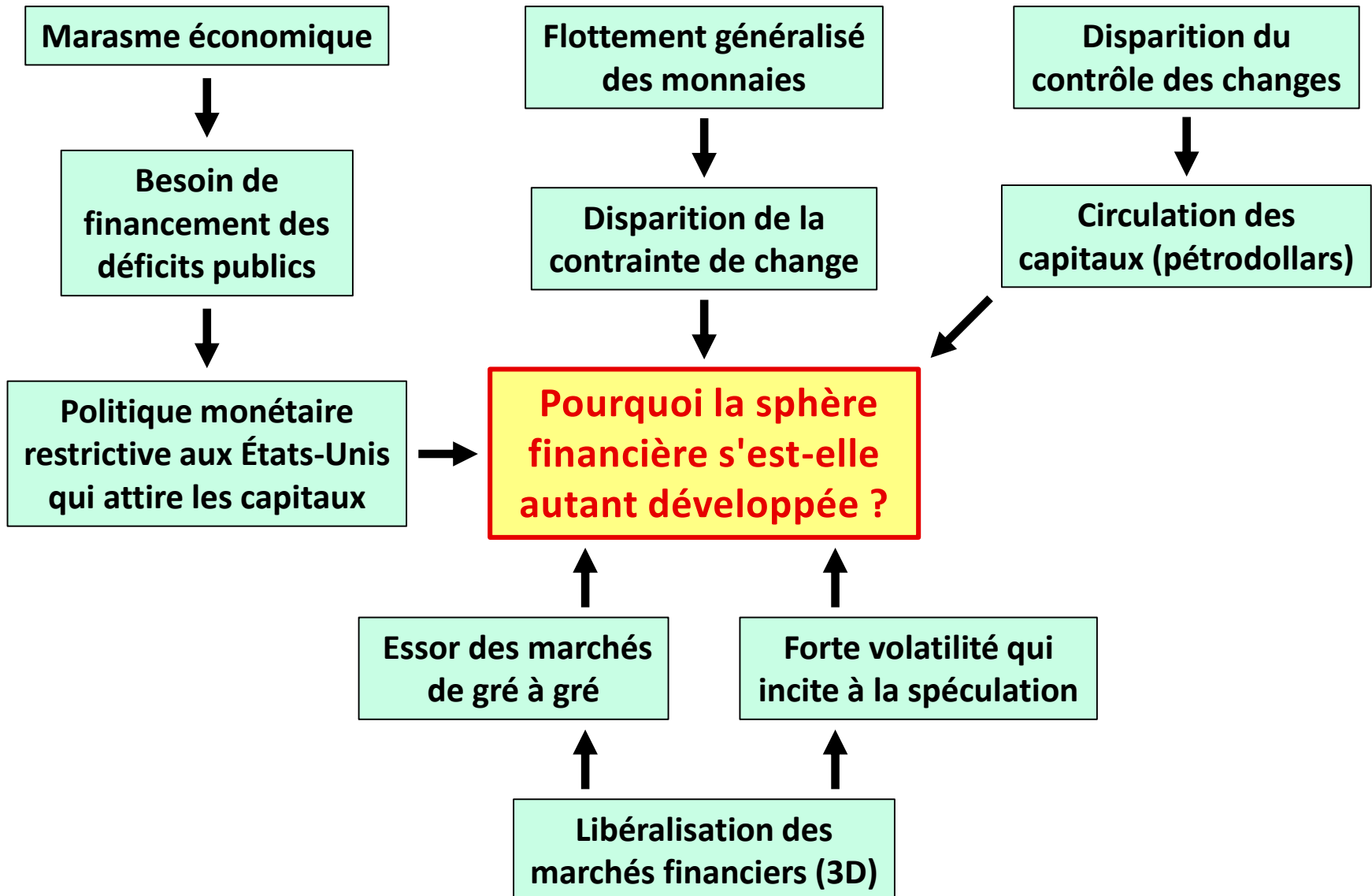
Les années 1970 voient s'opérer une transformation radicale des marchés financiers qui répond à la double nécessité de gérer le nouveau système des changes flottants (flottement généralisé des monnaies à partir des accords de la Jamaïque, 1976), et de financer les déficits budgétaires des États-Unis, désormais libérés de la contrainte de change.

La montée en puissance des investissements sur les marchés financiers génère des crises qui déstabilisent l'économie mondiale.

LES CRISES FINANCIÈRES RÉCENTES

Événement historique	Origine de la crise	Propagation
Krach boursier américain de 1929	Bourse américaine	Sphères économiques et financières, monde développé
Crise des PVD de 1982	Crise de la dette souveraine mexicaine	Ensemble des pays d'Amérique latine
Krach boursier de 1987 aux USA	Bourse américaine	Bourses européennes et japonaises
Krach obligataire de 1994	Compartiment obligataire américain	Compartiment obligataire US et européen
Crise bancaire du Japon de 1990	Sphère immobilière	Sphères financière et économique au Japon
Crise de change du Mexique en 1994	Marché des changes	Propagation aux autres pays émergents d'Amérique latine (effet tequila) : Brésil, Argentine
Crise de change thaïlandaise d'avril 1997	Marché des changes	Propagation à l'ensemble des pays émergents et en transition à toutes les sphères (Asie, Amérique latine, Russie)
E-krach d'avril 2000	Bourse américaine	Propagation à l'ensemble des marchés boursiers et sphères réelles des pays développés

LES MUTATIONS DE LA SPHÈRE FINANCIÈRE DEPUIS LES ANNÉES 1970



LES « 3 D » DE LA GLOBALISATION FINANCIÈRE

- **Désintermédiation** : finance directe plutôt qu'indirecte.
 - **Décloisonnement** : tous le monde peut intervenir sur tous les compartiments de marché ⇒ disparition de la distinction banque commerciale / banque d'affaires, banque / assurance ⇒ concurrence accrue, baisse des marges et quête de nouveaux clients.
 - **Déréglementation** : liberté de circulation de capitaux.
- ➔ Construction d'un marché unique de l'argent au niveau planétaire (intégration de nouveaux pays aux flux des mouvements des capitaux, marchés des eurodollars, marchés des dérivés de crédit, ...)

Cette évolution répond à une logique de concurrence accrue, jugée bénéfique pour le consommateur et la croissance, ainsi qu'aux besoins de financement croissants des États. Elle permet alors de drainer les capitaux étrangers, indispensables pour des économies entrées dans une logique d'endettement.

CONTENU DE LA DÉRÉGLEMENTATION FINANCIÈRE

- Besoin de financer les déficits publics des pays développés \Rightarrow hausse des taux d'intérêt
- Déréglementation des marchés financiers
 - Suppression de la réglementation Q en 1986 (créée en 1930, elle plafonnait les taux d'intérêts bancaires).
 - Renforcement de la concurrence bancaire (loi bancaire de 1984 en France et création de la « banque universelle »).
 - Suppression du contrôle des changes et création du marché unique des capitaux en Europe.
 - Libéralisation du secteur du courtage.
- Domination de la finance directe (# finance intermédiée ou indirecte)

1.2.

LA CRISE DE LA DETTE DES P.E.D.

À la fin des années 1970, les chocs pétroliers et le démantèlement du système de Bretton Woods modifient considérablement l'ordre financier qui avait encadré la croissance économique des décennies précédentes. Les crises dites « de la dette », qui débutent durant les années quatre-vingt avec le Mexique (1982) puis le Brésil (1985), surviennent suite à la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, convertis à partir de 1979 au monétarisme et à la lutte contre l'inflation.

Avec l'appréciation du dollar sur le marché des changes, le Mexique s'avère incapable de faire face aux échéances des emprunts qu'il a contractés. Avec lui, la crise de la dette du Tiers-monde révèle la vulnérabilité des économies dont le financement repose sur l'endettement.

L'ÉTAT AMÉRICAIN ET LES CRISES FINANCIÈRES DEPUIS 1945 : LE CHOIX DU DÉSENGAGEMENT

Après 1945, l'État américain s'est désengagé et a progressivement fait le choix de la dérégulation du monde financier. En effet, les premières crises financières modernes, celles du crédit en 1966, 1970 et 1974, ont été résolues par la Réserve fédérale (Fed) qui accepte d'abandonner ses politiques monétaires restrictives pour répondre à la demande de crédit de l'économie réelle. Elle devient l'actrice privilégiée des résolutions des crises financières suivantes comme la crise inflationniste de 1980-1982 ou le krach américain de 1987. Dans le même temps, **l'État détricote l'œuvre de Roosevelt**, notamment en abolissant la réglementation Q en 1986 et le Glass Steagall Act en 1999, ce qui autorise à nouveau la fusion des banques de détail et de celles d'investissement.

L'ÉTAT AMÉRICAIN : UNE RÉACTION TARDIVE À LA CRISE BANCAIRE DE 2008

À la fin des années 1990, on peut dire que le lobby bancaire a réussi à imposer une dérégulation presque totale, ce qui a fait du secteur financier un secteur instable, fragile et opaque, comme avant 1929. Au début de la crise des *subprime* à l'été 2007, George W. Bush et son administration ne prennent pas la mesure de la gravité de la situation. Ils se contentent d'abord de mobiliser la *Federal Housing Administration* (survivance de la législation Roosevelt, créée en 1934) pour tenter de venir en aide aux ménages surendettés. De son côté, **courant 2008, la Réserve fédérale américaine refuse de sauver la banque Lehman Brothers, conformément à la volonté du gouvernement américain.** Ce n'est qu'en septembre 2008 que l'État américain met en place le **plan Paulson** qui lui permet de prendre des parts dans les institutions financières les plus fragiles pour une valeur totale de 700 milliards de dollars tandis que la Réserve fédérale injecte une masse de dollars nouveaux dans l'économie réelle.

L'ENVOLÉE DU DOLLAR ÉTRANGLE LES PED

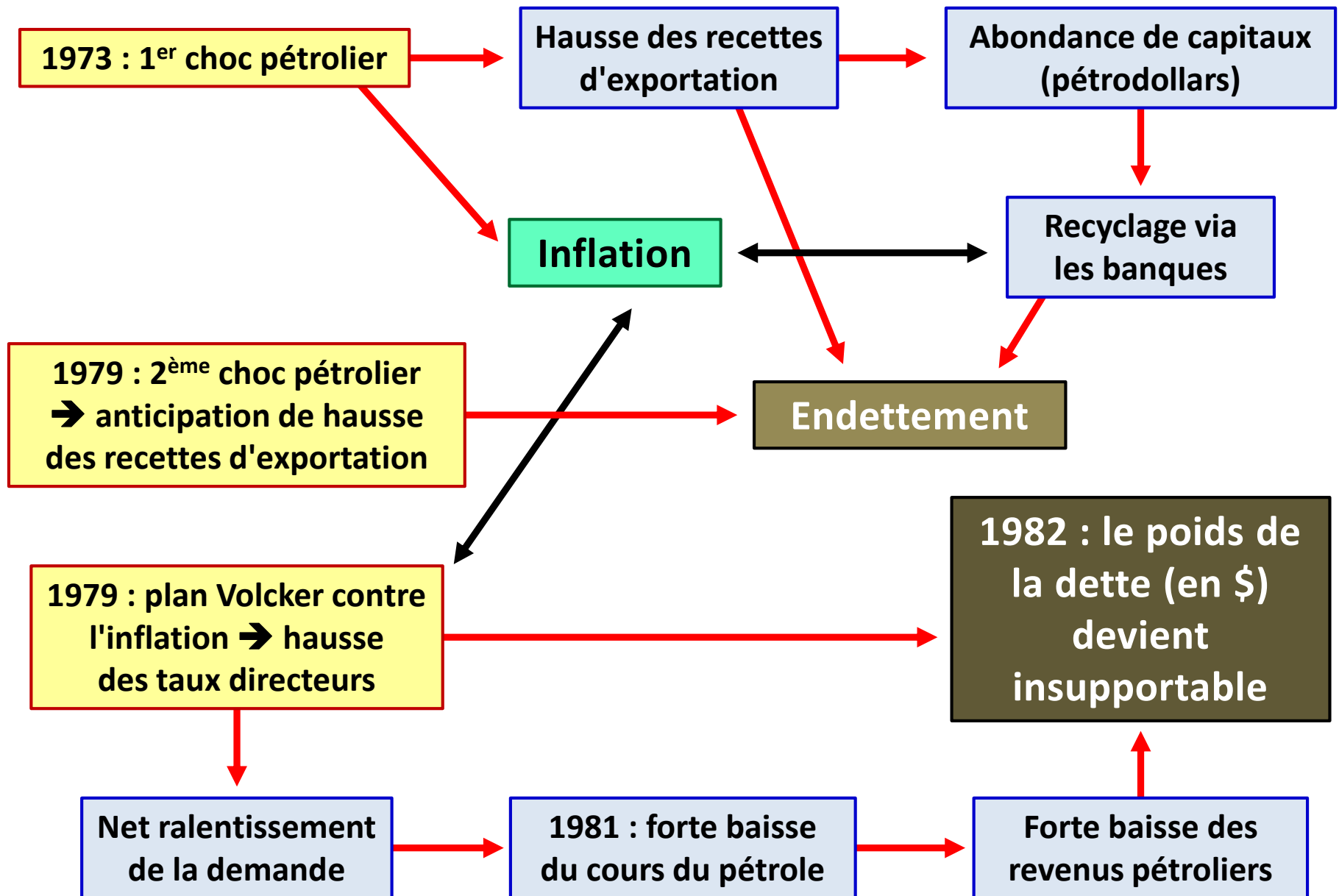
L'abondance monétaire s'accélère dans les années 1970 après l'abandon de l'étalon-or (1971) et le passage aux changes flottants (1973). Les taux d'intérêt réels négatifs induits par une inflation à 2 chiffres, provoquent l'explosion du marché des euro-dollars qui fournit aux pays du tiers-monde des possibilités d'emprunts illimitées en dollars dépréciés.

Mais, **après le second choc pétrolier (1979), la politique monétaire américaine, puis celle de la plupart des pays, s'inverse radicalement : la monnaie devient rare et chère.** Le taux d'intérêt de la Fed triple entre 1978 et 1980, le dollar augmente de 150 % entre 1980 et 1985.

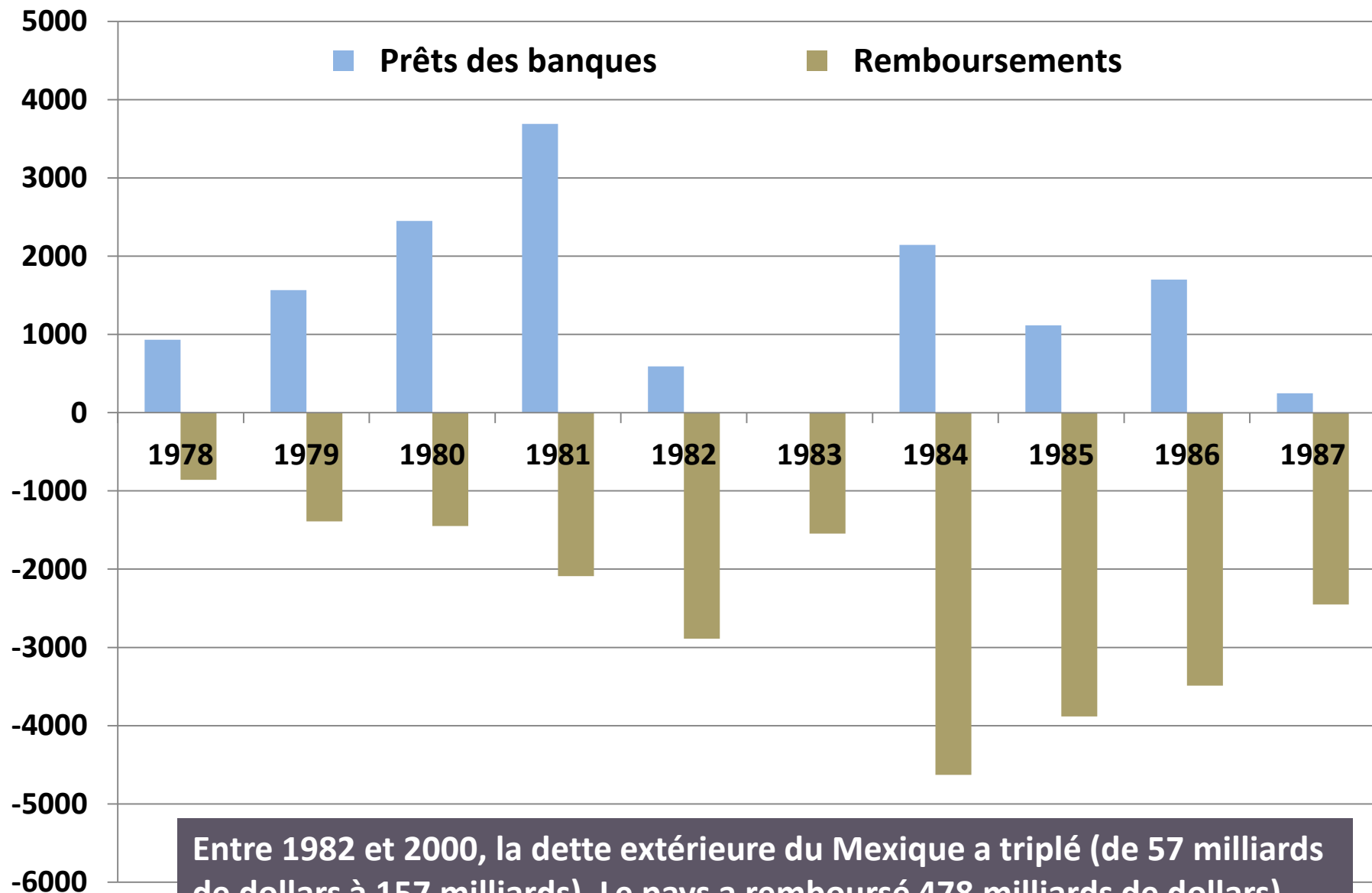
Dès lors, il devient **impossible de rembourser le capital libellé dans une monnaie qui coûte 2,5 fois plus, et de payer des intérêts 3 fois plus élevés, eux-aussi libellés en dollars** surévalués. Fin 1982, la crise de la dette du tiers-monde débute avec le moratoire décidé par le Mexique et suivi par 39 pays surendettés : un gigantesque *effet de massue de l'endettement* s'abat sur les pays du tiers-monde.

La crise de la dette du tiers-monde (1982-1990) est le dernier cas de crise causée par l'excès des crédits bancaires traditionnels.

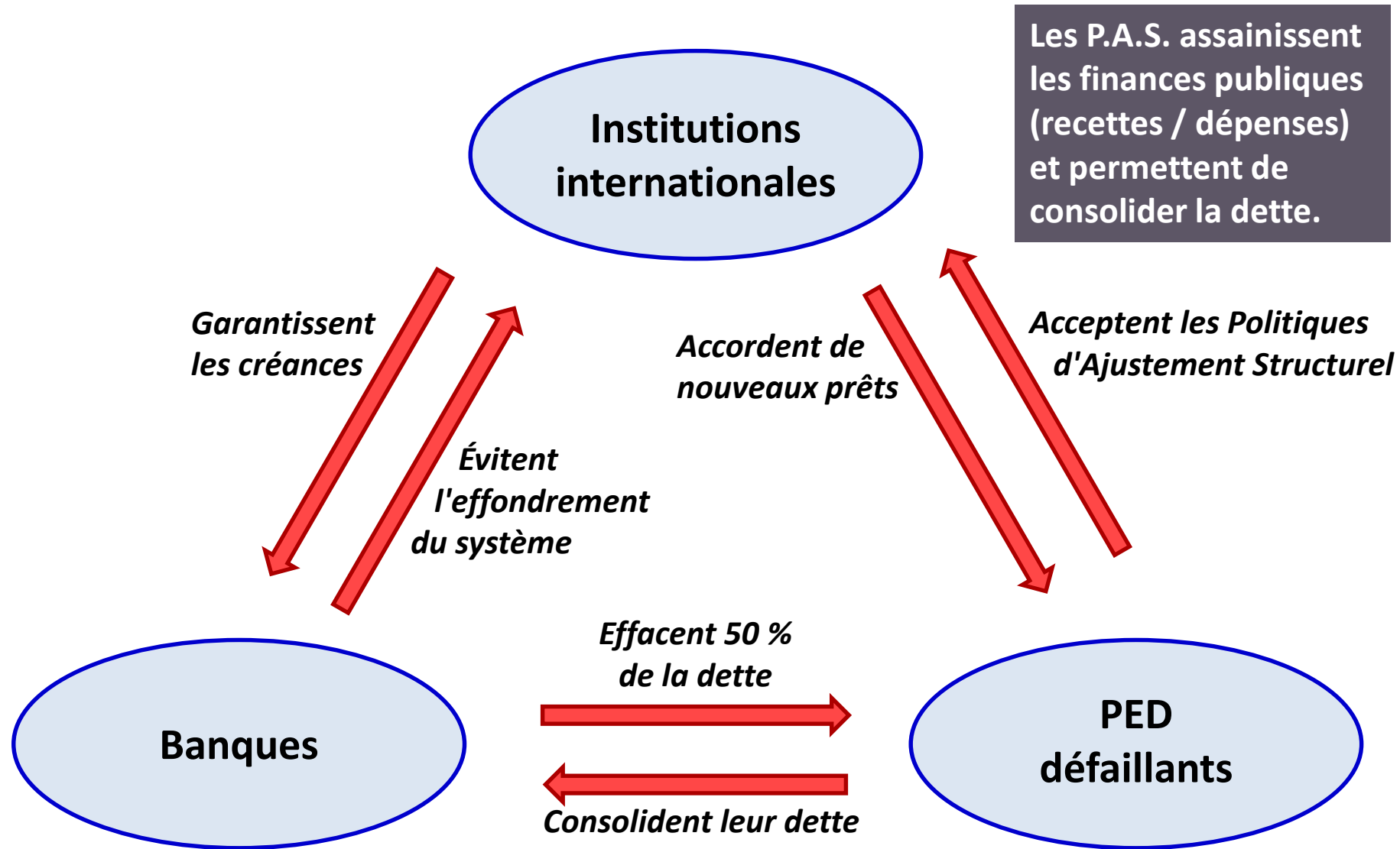
LES MÉCANISMES DE L'ENDETTEMENT DU MEXIQUE



LA DETTE MEXICAINE : LES TRANSFERTS FINANCIERS



LE PLAN BRADY (1989) : UNE SOLUTION TEMPORAIRE À L'ENDETTEMENT DES PED



Les P.A.S. assainissent les finances publiques (recettes / dépenses) et permettent de consolider la dette.

Les banques renoncent à la moitié de leurs créances pour sauver l'autre moitié.

LE KRACH BOURSIER D'OCTOBRE 1987

- Le 19 octobre 1987, le Dow Jones s'effondre de 22,6 %. La vente de plus de 600 millions de titres provoque leur illiquidité (tout le monde vend mais personne n'achète).
- Origine : la bulle spéculative commencée au début des années 1980 est alimentée par l'endettement massif des entreprises pour leurs prises de position sur les marchés au comptant et les marchés de produits dérivés (contrats à terme sur indices boursiers) \Rightarrow rôle des innovations financières et réglementaires dans l'apparition de comportements à risque (comportement spéculatif des entreprises et comportement procyclique des banques).

1987 : L'ÉCONOMIE RÉELLE SAUVÉE PAR LES BANQUES CENTRALES

Après la stabilisation du cours du dollar (accords du Louvre, 1987), l'intervention des BC a donné un coup de fouet à la masse monétaire. Face à ce risque inflationniste, la Bundesbank augmente son principal taux directeur. En représailles, James Baker annonce que les États-Unis laisseront chuter le dollar. Il n'en faut pas plus pour « crever » la bulle, les détenteurs de titres américains retirent des capitaux échaudés par le repli du dollar. Le krach se produit le 19 octobre 1987.

Aussitôt, les banques centrales injectent massivement des liquidités afin de donner du temps aux opérateurs et aux banques : ce crédit permet d'attendre que les cours aient remonté avant de vendre.

➔ L'intervention immédiate, massive et concertée des BC pour refinancer les banques et assurer les crédits à destination de l'économie permet d'éviter la propagation de la crise boursière à l'ensemble de l'économie.

➔ Mais ce nouvel afflux de liquidités relance la spéculation, l'immobilier connaît à son tour une bulle, notamment à Tokyo.

1.3.

UNE DOUBLE BULLE QUI ÉCLATE : LA CRISE JAPONAISE DE 1990

La longue crise que connaît l'économie japonaise dans les années 1990 trouve son origine dans la forte appréciation du yen, un excès de liquidités issue de la conversion en yens de réserves d'actifs japonais détenus en dollars et dans l'accroissement du crédit. Ces facteurs créent les conditions de la formation d'une double bulle spéculative boursière et immobilière au Japon à la fin des années 1980.

La politique monétaire restrictive de la Banque du Japon conduit à l'éclatement de la bulle boursière en 1990 et à celle de l'immobilier en 1991. Les indicateurs macro-économiques reculent et le pays s'enlise dans la déflation à partir de 1999.

LA CRISE JAPONAISE DES ANNÉES 1990

L'accord du Plaza de septembre 1985 a permis de déprécier le cours du dollar, il entraîne une **forte appréciation du yen** (+ 56 % par rapport au dollar entre septembre 1985 et août 1986).

La banque centrale japonaise a réagi par une **baisse des taux d'intérêt pour lutter contre les effets récessifs du yen fort**. Ces taux d'intérêt faibles joints à l'existence d'une importante masse de liquidités issue de la conversion en yens de réserves d'actifs japonais détenus en dollars et de l'accroissement du crédit, ont créé les conditions de la **formation d'une double bulle spéculative** centrée sur l'immobilier. Entre 1985 et 1989, la capitalisation boursière de Tokyo passe de 60 % à 153 % du PIB. Entre 1985 et 1991, le prix du terrain des six plus grandes villes est multiplié par trois.

Le resserrement de la politique monétaire par la Banque du Japon à partir de mai 1989 conduit à l'éclatement de la bulle boursière au début de 1990 et à celle de l'immobilier à partir du second trimestre 1991. La période 1992-2002 est marquée par la dégradation des grands indicateurs macro-économiques. Le taux de croissance annuel moyen du PIB réel est divisé par quatre par rapport à la décennie 1980, le taux de chômage multiplié par 2,5 entre le début et la fin de la période. Enfin, **le pays s'enlise dans la déflation à partir de 1999.**

APPRÉCIATION DU YEN À PARTIR DE 1985 (ACCORD DU PLAZZA)

Baisse des taux d'intérêt pour lutter contre les effets récessifs du yen fort

Augmentation des liquidités

Accroissement du crédit

FORMATION D'UNE DOUBLE BULLE SPÉCULATIVE

Entre 1985 et 1989, la capitalisation boursière de Tokyo passe de 60 % à 153 % du PIB

Entre 1985 et 1991, le prix des terrains est multiplié par trois

RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Dégradation des grands indicateurs macro-économiques

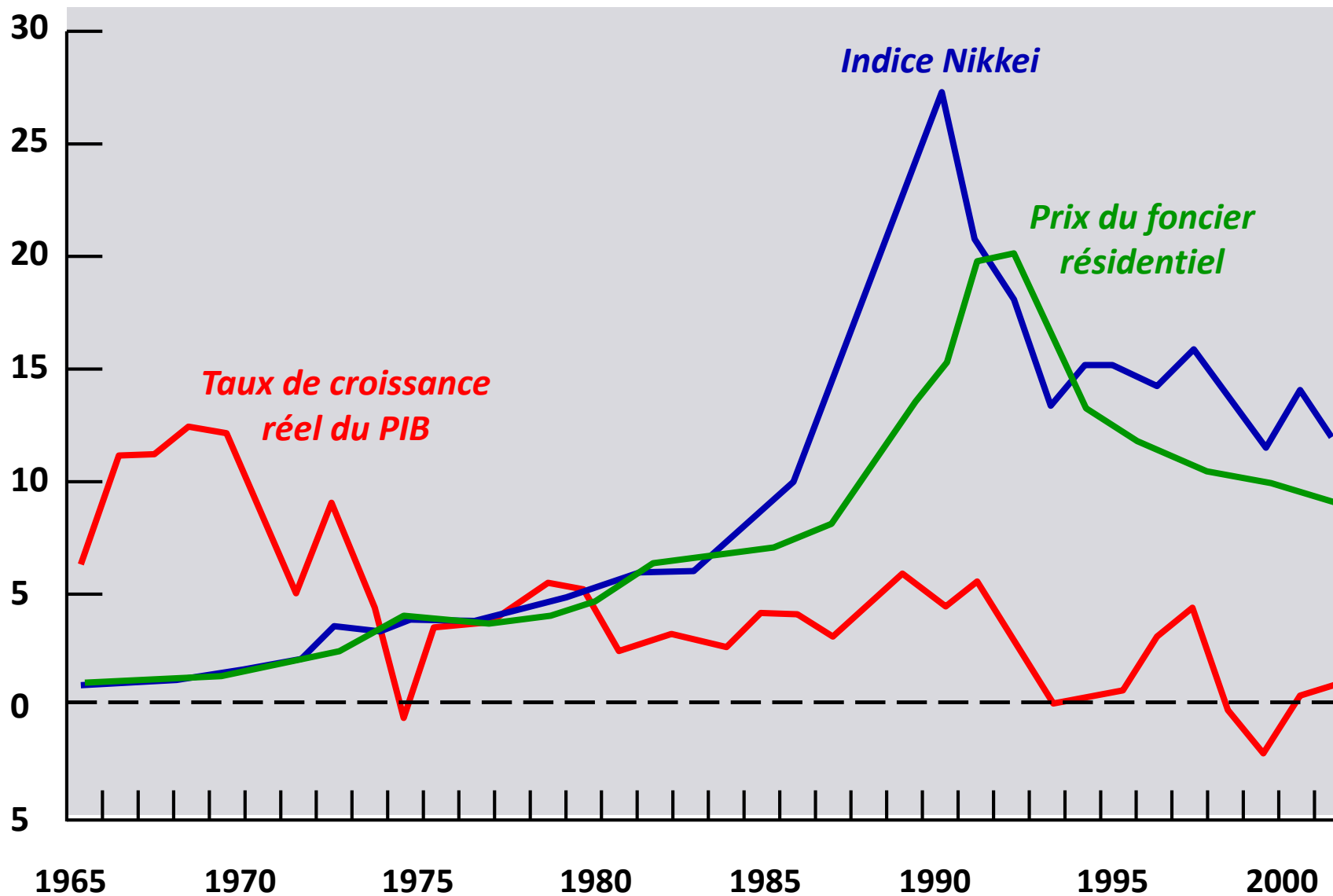
Éclatement de la bulle

Le Japon s'enlise dans la déflation à partir de 1999

Enchaînement de la crise

- Bulles boursière et immobilière vont de pair, alimentées par le **crédit facile**, les banques japonaises étant elles-mêmes les principaux spéculateurs (risques non couverts, à la différence des banques US).
- Retournement du prix des actifs à l'automne 1989 : - 60 % pour l'indice Nikkei en 3 ans ⇒ énormes pertes latentes pour les banques, dissimulées dans un premier temps par une comptabilité de provisions.
- 1995 : le tremblement de terre de Kobe fait à nouveau chuter la bourse.
- Insolvabilité des banques → **crise de confiance des déposants** (retraits des comptes bancaires au profit des comptes postaux) → **effondrement des crédits bancaires** → **récession économique**.

JAPON : L'EMBALLEMENT AUX ORIGINES DE LA CRISE DES ANNÉES 1990



CRISE JAPONAISE : UNE GESTION À RETARDEMENT

- 1992 – 1997 : succession de plans de dépenses publiques pour soutenir la conjoncture (relance keynésienne classique ; taux de l'endettement public = 160 %). Leur arrêt en 1997 plonge le Japon dans la déflation.
- Relais de la politique monétaire de la Banque du Japon (taux zéro) pour assurer le refinancement des banques commerciales.
- Restructuration du système bancaire à partir de 1998 via un mouvement de concentration et nationalisation de banques.

1.4.

UNE CRISE DE CHANGE : LA CRISE ASIATIQUE DE 1997

Dans les années 1990, la forte croissance en Asie du sud-est draine les capitaux internationaux, attirés par des taux de change calés sur le dollar. En 1997, la dépréciation du baht thaïlandais provoque un effet-domino sur l'ensemble de la région : la plupart des monnaies asiatiques « flottent », plongeant la région dans la crise. Cette déroute financière provoque une crise économique dramatique.

Les pays touchés réduisent leurs prix pour relancer leurs exportations, mais la pression déflationniste ainsi créée affecte la croissance économique en Europe et aux États-Unis après avoir touché le Brésil et la Russie.

LA CRISE ASIATIQUE (1997) : UN EFFET DOMINO

Après quinze ans de croissance à 8-12 % en Asie du sud-est et en Chine, 2 milliards d'habitants accèdent à la consommation. Les capitaux affluent pour profiter de ces perspectives. Ni les banques, ni le FMI ne prévoient la fin du boom et leur contrôle prudentiel est inexistant. La concurrence pour prêter est telle que les financements à court terme s'envolent. Le risque est accru par le choix, pour attirer les capitaux, de fixer le taux de change par rapport au dollar. Destiné à garantir les prêts étrangers, cela interdit l'ajustement par la dévaluation. Impuissante à lutter contre la spéculation à la baisse de sa monnaie, la Thaïlande est forcée de renoncer à l'ancrage du baht au dollar en juin 1997 : il se déprécie alors de 50 % vis-à-vis du dollar en quatre mois.

Un mouvement de panique provoque un **effet-domino** sur l'ensemble de la région, puis l'Amérique latine. La plupart des monnaies asiatiques (Thaïlande, Corée du Sud, Philippines, Malaisie, Indonésie) « flottent » et plongent la zone dans la crise : le revenu global de la zone baisse de 2,6 %, les bourses de la région s'effondrent de 50 à 80 %. Les interventions massives du FMI (plus de 100 mds \$) ne suffisent pas, **la déroute financière provoque une crise économique dramatique** : - 6 à - 10 % de croissance, chômage et pauvreté, crises politiques.

La crise pousse les firmes des pays concernés à réduire leurs prix pour gagner des parts de marché à l'exportation et ainsi compenser la réduction de leurs débouchés intérieurs. Cette logique **généralise la pression déflationniste**, réduisant d'autant la croissance économique en Europe et aux États-Unis.

La crise thaïlandaise

Forte croissance

Afflux de capitaux

Pour attirer les capitaux,
les taux de change sont
fixés par rapport au dollar

Déficit commercial thaïlandais

Spéculation contre le baht

Dépréciation du baht
(- 50 % vis-à-vis du dollar)

La crise en Asie

« Effet-domino » sur l'ensemble de la région :
les monnaies asiatiques « flottent »

Le solde extérieur se dégrade

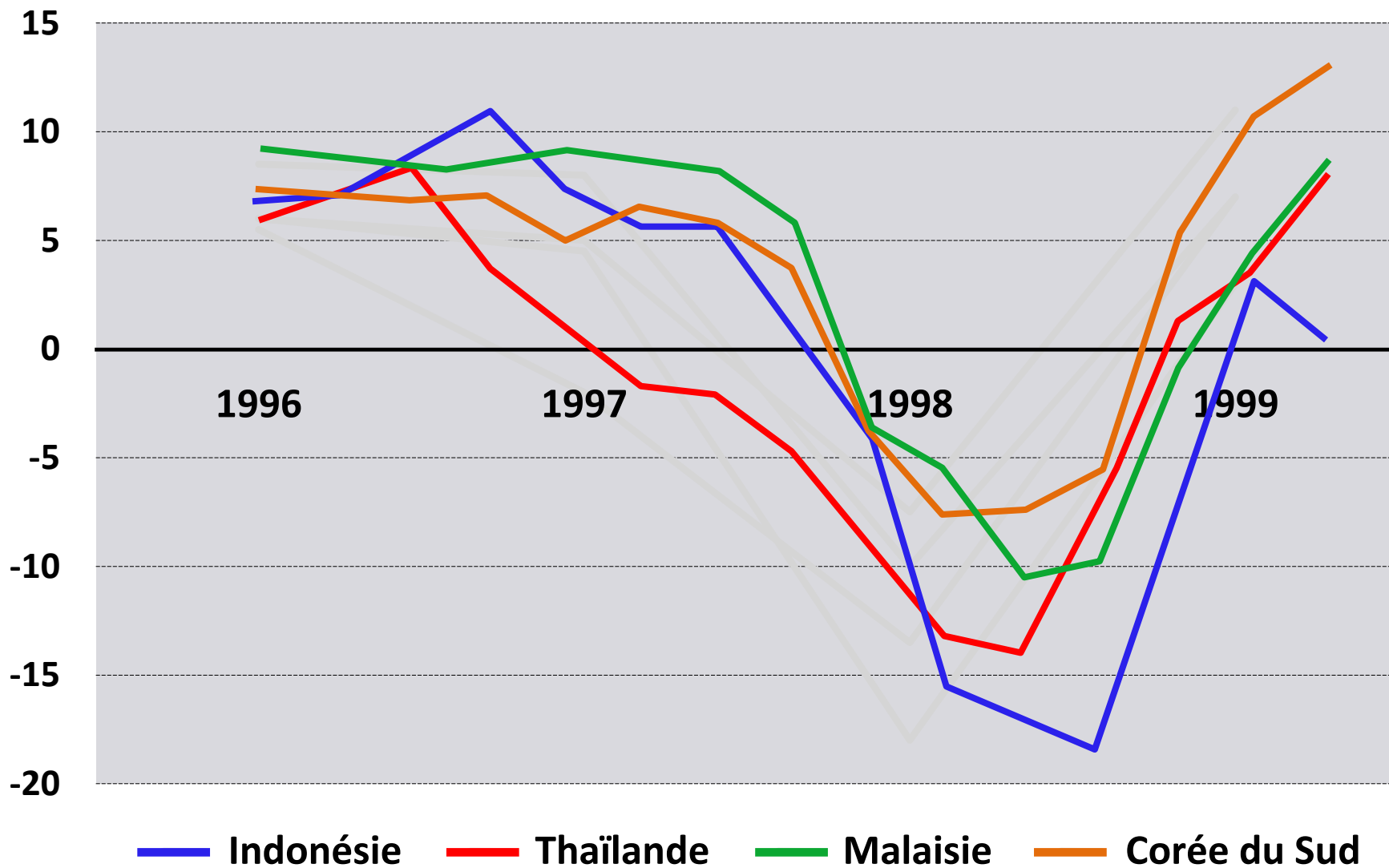
Le revenu global de la région baisse de 2,6 % ;
les bourses s'effondrent de 50 à 80 %.

La déroute financière provoque
une crise économique dramatique

Les pays concernés réduisent leurs prix pour
gagner des parts de marché à l'exportation

Pression déflationniste, impact
négatif sur la croissance mondiale

LA CRISE ASIATIQUE : L'EFFONDREMENT DE LA CROISSANCE (variation annuelle du PIB en %)



EFFET DOMINO : LA CRISE ASIATIQUE ENTRAÎNE LA CRISE EN RUSSIE ET AU BRÉSIL (1998)

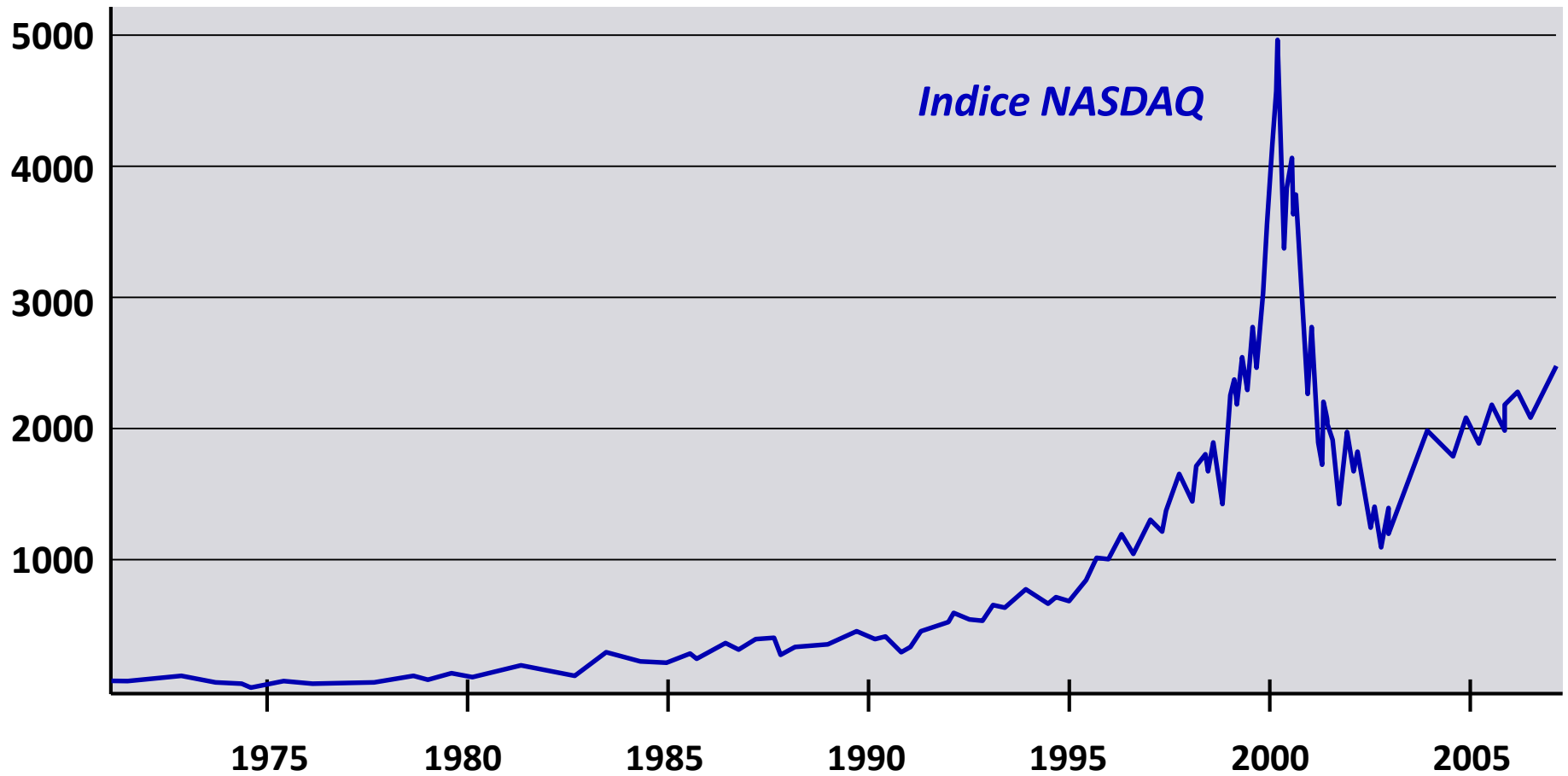
Dès 1997, la chute des matières premières due au recul des marchés asiatiques menace la Russie. La déliquescence de l'État, son incapacité à faire rentrer l'impôt, jettent un **doute sur la solidité des titres de sa dette**. La chute des recettes à l'export est le déclencheur du krach qui se produit en 1998 sur le marché des emprunts d'État (GKO) ; le rouble est dévalué de 60 %.

Le Brésil connaît en 1998 une crise analogue provoquée par la chute des marchés de matières premières. L'État doit faire face à des déficits publics conséquents (6 à 7 % du PIB) et persistants, via des émissions de dette publique, détenue principalement par des résidents. Les taux d'intérêt étant élevés (50 %, plus de 30 % en termes réels), les charges de la dette ne cessent de croître. Les investisseurs étrangers commencent à rapatrier leurs capitaux et les résidents convertissent leur épargne en devises étrangères (« dollarisation »). La banque centrale intervient massivement pour maintenir le taux de change mais en alourdissant la dette (à taux flottant), elle dégrade une situation budgétaire déjà précaire. La monnaie s'effondre de 35 % en trois semaines. Finalement, avec l'aide du FMI, la baisse des taux d'intérêt permet la stabilisation budgétaire, et le Real revient à son niveau d'avant la crise.

LE E-KRACH DE MARS 2000

- – 42,5 % sur 26 mois pour la bourse américaine et – 57 % sur 36 mois pour la bourse de Paris ⇒ crise boursière atypique : lente et continue (faibles variations journalières).
- **Causes de la phase d'euphorie** : innovations technologiques (sociétés Internet) qui conduisent à perte de repères en matière d'évaluation ; vague de méga-fusions (en France : Total et Elf, France-Telecom et Orange, Sanofi et Synthélabo, BNP et Paribas...) financés par l'emprunt (60 milliards pour le rachat d'Orange, alors que les prix sont au plus haut).
- **Retournement** : annonces de pertes plus sévères qu'attendues. On se rend brutalement compte que les sociétés de la *Net-Economy* ont été surévaluées (PER : *price earning ratio*). Dans le krach de la *net-economy* (2001-2003), les fonds de pension ont perdu 2800 milliards de dollars.
- **Causes d'une période d'ajustement exceptionnellement longue** :
 - Assainissement des bilans des entreprises devant faire face à un gonflement de l'endettement lié aux opérations de fusion-acquisition surpayées.
 - Scandales comptables en cascades (Enron aux USA, Ahold en Europe)

LA BULLE DE LA NET-ECONOMY



Entre 1990 et 2000, l'indice boursier des nouvelles technologies (NASDAQ composite) progresse de 900 %, alimenté par les perspectives de croissance liées à l'innovation et par une vague de fusions-acquisitions. L'e-krach survient en mars 2000 : la valeur des titres cotés au NASDAQ est divisée par 5 en 2 ans. Cette dévalorisation équivaut à 12 % du revenu disponible des ménages américains.

2

LES EXPLICATIONS DES CRISES FINANCIÈRES

2.1.

L'INNOVATION À L'ORIGINE DE LA CRISE

L'histoire montre que les crises financières sont souvent la conséquence d'innovations affectant l'économie réelle et la finance elle-même. L'évolution du capitalisme apparaît ainsi ponctuée par des vagues d'innovations conduisant à des phases d'instabilité et de crises financières (Schumpeter, Minsky). Les vagues technologiques notamment ont souvent été ponctuées de crises financières. De ce point de vue, le krach de la bulle Internet de 2000 aux États-Unis peut être comparé aux crises boursières qui ont accompagné le développement des chemins de fer au milieu du XIXe siècle.

LE RÔLE DÉSTABILISATEUR DES INNOVATIONS FINANCIÈRES

« Le génie financier précède la chute. » (John K. Galbraith)

Hyman P. Minsky a développé ses théories sur l'instabilité financière dans les années 60 et 70. Il la définit comme un processus par lequel se produisent des **changements de plus en plus rapides des prix des actifs financiers par rapport à ceux de l'économie réelle**. Les innovations financières en sont la cause et, **paradoxalement, elles ont d'autant plus un rôle déstabilisateur que l'économie se porte bien**, car les périodes d'euphorie encouragent le recours à de nouveaux produits et la prise de risque. Prêteurs et emprunteurs sous-estiment les risques d'un développement du financement externe de l'investissement (« **paradoxe de la tranquillité** ») durant la phase de croissance. **Les charges de la dette tendent à progresser plus rapidement que les profits bruts escomptés.**

Lorsque l'évaluation des risques se modifie, les prêteurs limitent le crédit. Le besoin de liquidités accroît la vente d'actifs et conduit à l'effondrement de leur prix relatif. La vision de Minsky suggère que, **livrée à elle-même, la finance est intrinsèquement instable**. De plus, pour Minsky, l'instabilité ne se conforme pas à un modèle unique mais dépend des caractéristiques historique, sociale, politique des différents capitalismes. On ne peut donc la prévoir. Minsky insiste sur l'instabilité et l'imprévisibilité de la finance plutôt que sur l'optimalité des marchés financiers.

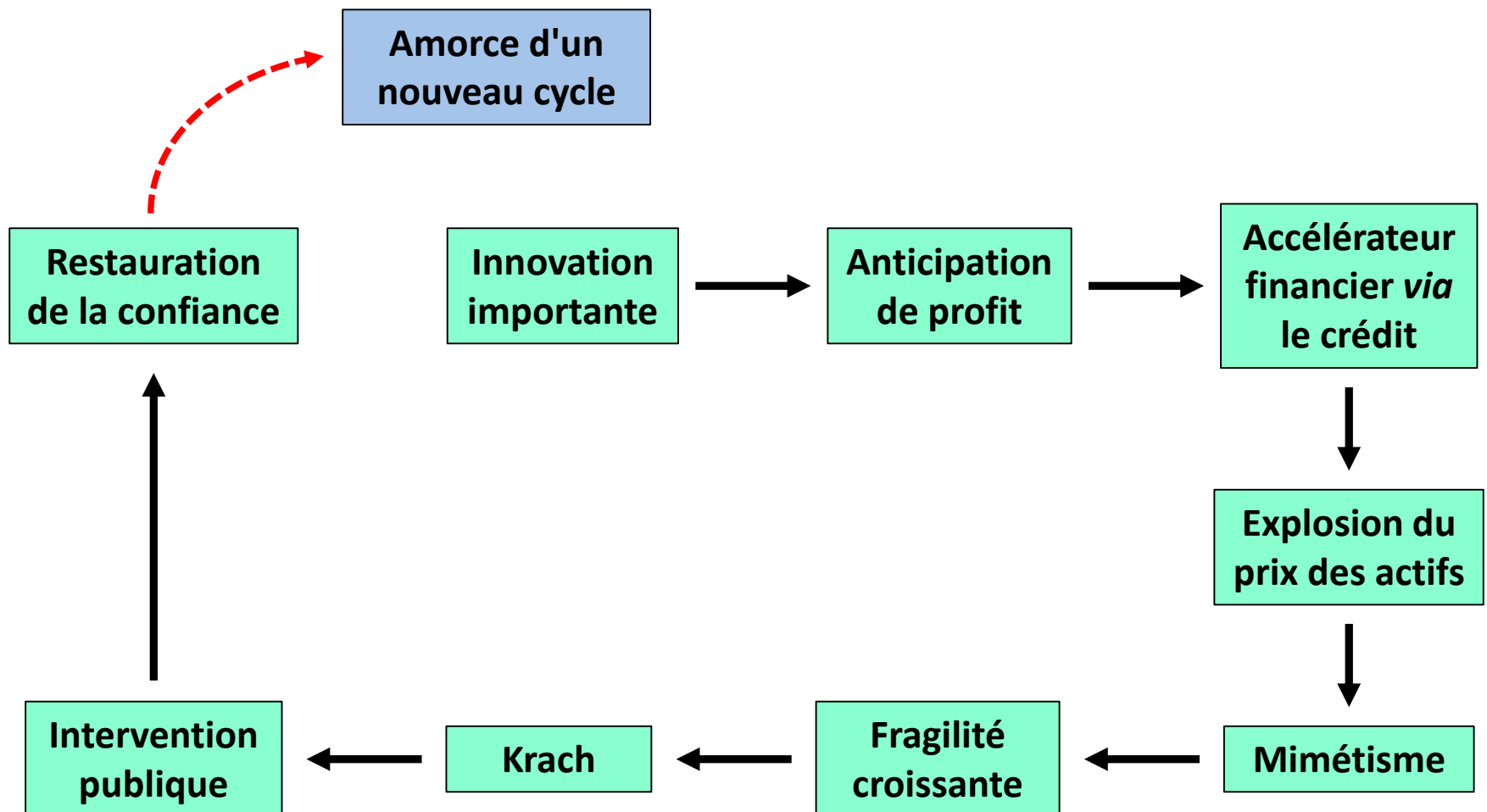
LES NOUVEAUX MARCHÉS FINANCIERS

- Harmonisation des compartiments de marché
 - Financement à LT : marché actions et marché obligataire
 - Financement à CT : marché monétaire (interbancaire)
- Création des marchés dérivés ⇨ couverture des risques financiers :
 - Risque de change (fin du système de Bretton Woods, 1971)
 - Risque de taux d'intérêt (politiques monétaires actives)
 - Risque de fluctuation des cours des actifs (actions, obligations, matières premières)
- Développement des marchés de gré à gré (marché interbancaire, marchés des changes, etc.) ⇨ opacité

LES NOUVEAUX ACTEURS DES MARCHÉS FINANCIERS

- **Acteurs publics** : les paradis fiscaux et bancaires (centres offshore)
 - ⇒ Développement de la criminalité financière (blanchiment de l'argent sale : 2 à 5 % du PIB mondial, financement du terrorisme, fraudes fiscales, détournement de fonds, corruption)
 - ⇒ Source d'innovations financières
 - ⇒ Fragilisation du système financier international (volatilité des mouvements de capitaux et absence de règles prudentielles, pas de gestion des risques)
- **Les fonds d'investissement**
 - Fonds de pension anglo-saxons (logique d'investissement à très long terme)
 - *Hedge Funds* ou fonds spéculatifs (logique d'investissement à très court terme)
 - Fonds de *private equity* (LBO : *Leverage Buy Out* ; logique d'investissement à moyen terme)

DE L'INNOVATION À LA FRAGILITÉ : UNE LOGIQUE DE CYCLE



« *Stricto sensu, il n'y avait aucun risque. Si le monde s'était comporté comme il l'avait fait par le passé.* » (Robert Merton, responsable du *hedge fund* LTCM).

En 1998, 3,6 milliards de dollars sont injectés par les banques pour sauver LTCM de la déroute.

2.2.

LES BULLES SPÉCULATIVES

Les crises financières débutent souvent par l'éclatement de bulles spéculatives. Celles-ci trouvent leur origine dans la politique monétaire des banques centrales : les liquidités injectées dans l'économie se concentrent sur des actifs spécifiques (marchés actions, immobilier...). Le gonflement de ces bulles est amplifié par les comportements mimétiques des acteurs (Keynes, Orléan).

UNE CROISSANCE TROP RAPIDE DES LIQUIDITÉS GONFLE LE PRIX DES ACTIFS

Après le krach boursier de 1987, la crise des *Savings and Loans* (1991), celle des pays émergents d'Asie (1997) et l'explosion de la bulle Internet (2001), la même dynamique s'est répétée : **l'apparition d'une crise financière sur un marché conduit les banques centrales à une relance monétaire, laquelle entretient un excès d'endettement et de hausse des prix des actifs dans un autre compartiment de l'économie**, qui conduit à la crise suivante.

La bulle immobilière qui a accompagné l'envolée des crédits *subprime* aux États-Unis s'est ainsi nourrie de l'excès d'endettement des ménages qui découle de la politique monétaire expansionniste mise en place après l'éclatement de la bulle Internet en 2000.

En plus de cette réaction par des expansions monétaires durables, **la politique monétaire mondiale est aussi rendue expansionniste par le régime de change choisi par les pays émergents exportateurs de matières premières**. Pour éviter une appréciation excessive de leurs devises par rapport à celles des grands pays de l'OCDE, **ces pays maintiennent des taux d'intérêt bas** (inférieurs au niveau de leur croissance) et **contribuent ainsi à une forte augmentation de la liquidité par l'accumulation des réserves de change**. Pour ces raisons, l'économie mondiale actuelle dispose donc d'une politique monétaire expansionniste et d'une croissance trop rapide des liquidités.

QUEL PRIX POUR LES ACTIFS SUR LES MARCHÉS ?

Alors qu'ils sont les seuls dont l'organisation s'approche du modèle théorique du marché parfait (confrontation mondiale de l'offre et de la demande, atomicité, commissaire priseur, prix unique, etc.), **les marchés d'actifs apparaissent chaotiques.**

La valeur d'une action, d'une obligation ou d'un logement est égale à la somme des revenus futurs actualisés qu'ils vont apporter à leurs propriétaires. Pour la plupart des actifs, l'établissement d'un « juste » prix semble donc relativement simple : s'il est difficile d'anticiper les bénéfices futurs d'une entreprise, une bonne connaissance de ses marchés et de ses atouts en permet une approximation fiable ; quant aux obligations et aux logements, les paramètres sont connus au jour de l'achat : intérêts annuels, montant et date du remboursement final pour l'obligation / loyer initial et hausse annuelle prévisible pour la maison. Les opérateurs devraient donc trouver aisément un prix d'équilibre situé autour de cette valeur objectivement calculable, et les *analyses fondamentalistes* devraient être fiables.

SUR LES MARCHÉS D'ACTIFS, LA RELATION ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE S'INVERSE

Or, non seulement les prix ne convergent pas vers une valeur plausible (la somme des revenus actualisés de l'actif) mais encore **l'offre et la demande ne sont pas des fonctions inverses du prix : on achète tant que le prix monte – car on craint qu'il ne monte encore plus –, et l'on vend quand le prix baisse car on craint qu'il ne baisse encore plus, d'où la succession des bulles et des krachs.**

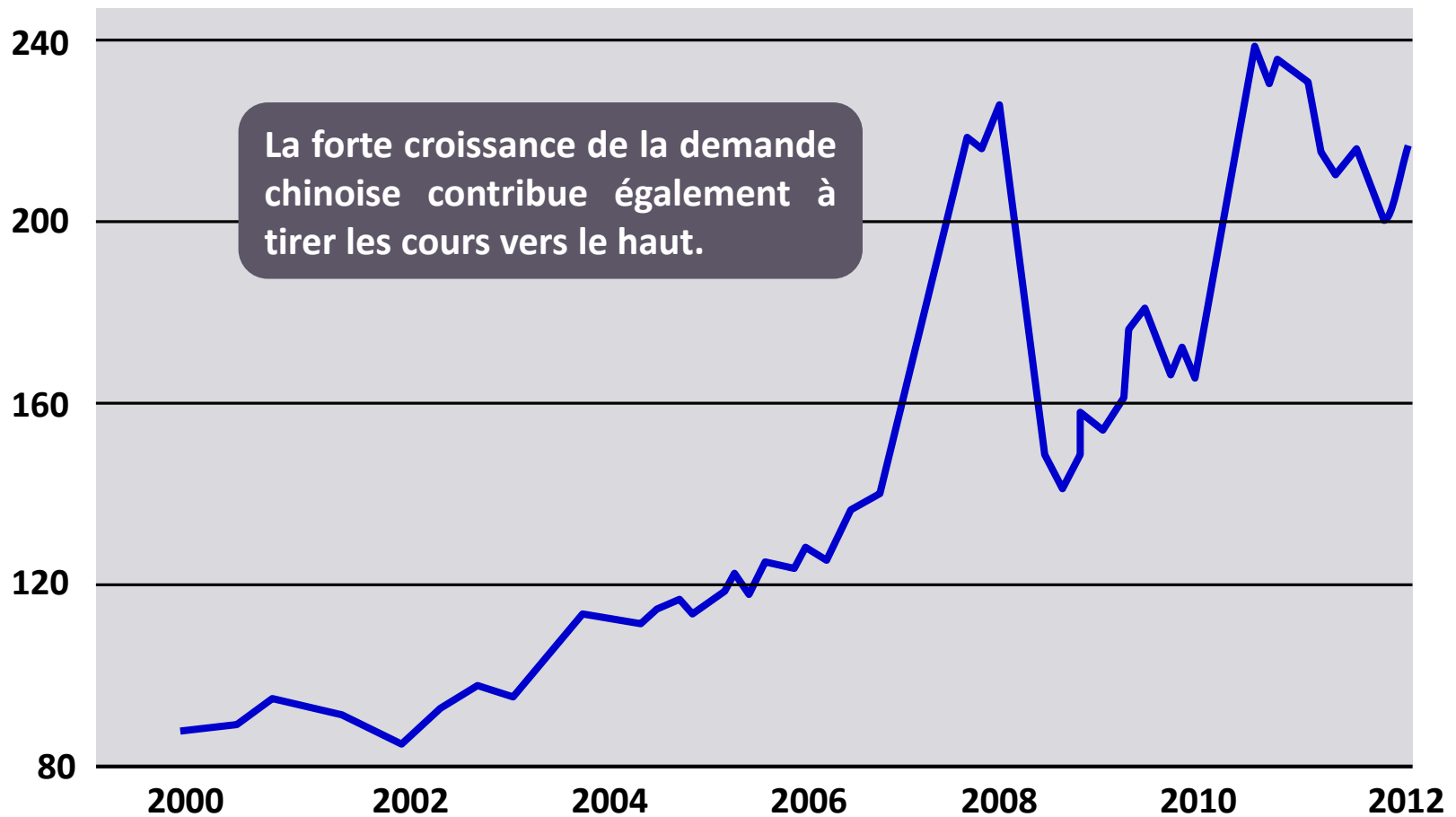
L'offre est alors une fonction décroissante du prix ; la demande est une fonction croissante du prix (on achète quand il s'envole). Les marchés financiers sont caractérisés par des hausses et des chutes violentes, et il est plutôt étonnant que la théorie économique continue à s'appuyer sur un concept d'équilibre qui exclut ces phénomènes, au mépris de l'évidence. **Le déséquilibre est inhérent au système financier, ce n'est pas simplement le résultat de chocs extérieurs.**

LE MOTIF DE SPÉCULATION EXPLIQUE L'INVERSION DES RELATIONS NORMALES ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE

L'acheteur d'un actif financier peut espérer deux types de gain : tout d'abord un revenu annuel (le dividende pour une action), ensuite une plus-value qui sera réalisée lors de la revente si le prix a augmenté.

- Le premier gain correspond au comportement de l'épargnant qui vise un complément de revenus pour sa retraite, du fond de pension qui constitue un capital pour servir la future pension de ses assurés, ou de la famille qui cherche à se loger (revenu égal au loyer économisé). La plus-value éventuelle est considérée comme une cerise sur le gâteau, l'aubaine sur laquelle on ne compte pas pour vivre.
- Le second gain, quand il est recherché pour lui-même et non comme un bonus éventuel, correspond au **comportement spéculatif**. Le spéculateur ne transforme pas le bien pour lui ajouter de la valeur, il ne l'utilise pas pour son besoin personnel, il en attend un gain, la **plus-value**, qui provient de la différence entre les prix d'achat et de revente.

VOLATILITÉ DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES



Les anticipations de production dans le monde expliquent les variations de cours sur les marchés. Mais les opérateurs amplifient ces variations en « stockant » virtuellement les produits. Ainsi une baisse de la production de riz de 5 % peut provoquer une baisse des exportations de 15 % et une hausse de prix de 50 % si des quantités sont retirées du marché par des achats spéculatifs.

LA FORTE VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS FAVORISE LA SPÉCULATION

La principale conséquence de la globalisation et de la déréglementation est la **multiplication à l'infini des occasions de gain spéculatif qui sont à la fois la cause et la conséquence de la volatilité sans cesse croissante des marchés de l'argent, notamment dérivés**. La variation du prix devient la seule et unique motivation des sommes gigantesques qui y sont engagées. Une partie des opérateurs achète donc les titres dans le but de les revendre rapidement et non d'en recevoir les revenus sur une longue période. **Ils n'ont donc plus de raison de s'intéresser à leur « vraie » valeur, ce qu'il leur faut connaître c'est l'orientation du marché** : combien de temps le prix va-t-il encore monter, ou baisser ?

Les **traders** opérant sur les marchés jouent sur cette volatilité pour réaliser des gains rapides, aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Leur action contribue alors à accroître cette volatilité. Plus la volatilité est forte plus le gain potentiel est élevé... et plus le risque augmente.

LES COMPORTEMENTS MIMÉTIQUES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

« La prévision est difficile, surtout lorsqu'elle concerne l'avenir. » (Mark Twain)

Pour expliquer la façon dont les acheteurs de titres sur les marchés financiers sélectionnent leurs titres, **Keynes** utilise la **métaphore du concours de beauté** : « *La technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux, où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle.* » Bref, faire comme tout le monde ou comme ce que l'on pense être le comportement de la majorité serait, en réalité, le mode de fonctionnement le plus fréquent sur les marchés financiers.

Selon **André Orléan**, les marchés ne fournissent pas « au reste de l'économie les signaux permettant une sélection pertinente des investissements ». Celui qui opère sur les marchés financiers cherche à gagner le plus d'argent possible. Son problème est donc de savoir comment les autres opérateurs vont réagir à un événement donné. S'il anticipe correctement cette réaction, il gagnera de l'argent car il aura deviné – anticipé – avant les autres les variations de prix, et cela seul compte pour lui. Quant aux conséquences éventuelles sur l'ensemble du marché – formation de bulles spéculatives ou risques de krach –, elles l'indiffèrent, alors même qu'elles perturbent fortement l'économie réelle.

LA « RATIONALITÉ AUTORÉFÉRENTIELLE » DES MARCHÉS FINANCIERS

Les comportements mimétiques nourrissent ce qu'André Orléan appelle une « rationalité autoréférentielle » : elle débouche sur un prix qui n'est, au fond, qu'une croyance partagée par la majorité des opérateurs. Ce prix émerge parce que chacun fait et pense comme les autres. Sauf cas exceptionnel, **les opérateurs adoptent la même convention** et se persuadent qu'il adviendra telle conséquence de tel phénomène parce que, autour d'eux, les autres opérateurs croient à cette conséquence. Que cela soit ou non rationnel importe peu, puisque chacun le pense : et la conséquence en question adviendra parce que chacun adoptera le comportement qui la fera advenir.

Les intervenants des marchés financiers préfèrent généralement suivre la tendance générale et avoir tort avec les autres plutôt que raison tout seuls. Ces supputations sur l'avenir font parfois l'objet de réajustements brutaux que caractérise l'alternance de phases d'optimisme et de pessimisme.

2.3.

LES BANQUES AU CŒUR DES CRISES

L'éclatement des bulles spéculatives pourrait ne rester qu'un épiphénomène n'affectant que la catégorie d'actifs ayant connu un gonflement excessif de ses prix. Pourtant, la crise se propage le plus souvent à l'ensemble de l'économie. Cela est essentiellement dû à la place qu'occupent les banques, à la fois actrices sur les marchés et émettrices du crédit indispensable au dynamisme de l'économie.

LES BANQUES, CAISSES DE RÉSONANCE DES CRISES FINANCIÈRES

- Activité de transformation : financer des investissements longs par des ressources courtes (les dépôts liquides)
- **Crise par le passif** : crainte d'illiquidité de certains déposants de leur banque ⇒ panique bancaire, même si la solvabilité n'est pas remise en cause
- **Crise d'actif** : un choc négatif (krach boursier) affecte la rentabilité ou le risque de non remboursement des prêts déjà consentis (irréversibilité des engagements) ⇒ insolvabilité (créances douteuses)

ACTIF

Irréversibilité de l'engagement des actifs (prêts à long terme)

PASSIF

Dépôts liquides, susceptibles d'être retirés à chaque instant

LE RÔLE DES ASYMÉTRIES D'INFORMATION DANS LA RELATION PRÊTEUR – EMPRUNTEUR

- **Relation entre le principal** (recherche d'une information) – **et l'agent** (détenteur d'une information privative).
- **Sélection adverse** (information cachée) : incapacité des prêteurs (banques) à sélectionner de « bons » emprunteurs faute d'une information complète.
 - En période de prospérité, hausse des taux d'intérêt (sélection des projets les plus risqués) ⇒ aveuglement au désastre.
 - En période de crise, rationnement du crédit ⇒ ***credit crunch***.
- **Aléa moral** (action cachée) : aucune garantie pour le prêteur de l'utilisation des fonds par l'emprunteur (spéculation, projet risqué, etc.).
- L'hésitation essentielle du **prêteur en dernier ressort** (banques centrales) entre sauver le système financier de la faillite (injection de liquidités) et financer les spéculateurs (les preneurs de risques non mesurés qui se sentent protégés par les banques centrales).

LE COMPORTEMENT PROCYCLIQUE DES BANQUES

- Les banques participent au développement des **périodes d'euphorie**, *via* le **boom du crédit bancaire** qui finance des prises de position spéculatives sur les marchés financiers ou immobiliers : plus les acteurs privés voient leur richesse s'accroître du fait de la bulle spéculative, plus ils empruntent auprès des banques pour financer des positions de plus en plus risquées (aveuglement au désastre).
- Les banques accentuent la période de déprime *via* le **credit crunch** et les faillites bancaires.

LES RISQUES TENDENT À SE CONCENTRER SUR LES BANQUES

La gravité des crises tient au degré de concentration / dispersion des risques et au degré de résistance du système bancaire. **Les crises financières sont d'autant plus graves que tous les risques tendent à se concentrer sur les banques, alors qu'elles sont au centre du système des paiements et des relations de crédit.** Ainsi s'explique la volonté des banques centrales de prêter largement aux banques lors de la crise de l'été 2007, afin de rapidement rétablir la confiance entre acteurs financiers et sauvegarder le bon fonctionnement du financement des économies. Ainsi s'explique également le fait que le Japon ait connu une grave baisse des prix et de l'activité dans les années 90, à la suite de l'éclatement d'une bulle spéculative : les banques avaient pratiqué une sous-estimation systématique des risques qu'elles étaient les seules à porter. Inversement, les banques américaines n'ont été que faiblement affectées par l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 : elles ont su gérer leurs risques et en reporter une large partie vers d'autres agents économiques (assureurs, investisseurs financiers) qui acceptent d'acheter une partie des risques pris par les banques.

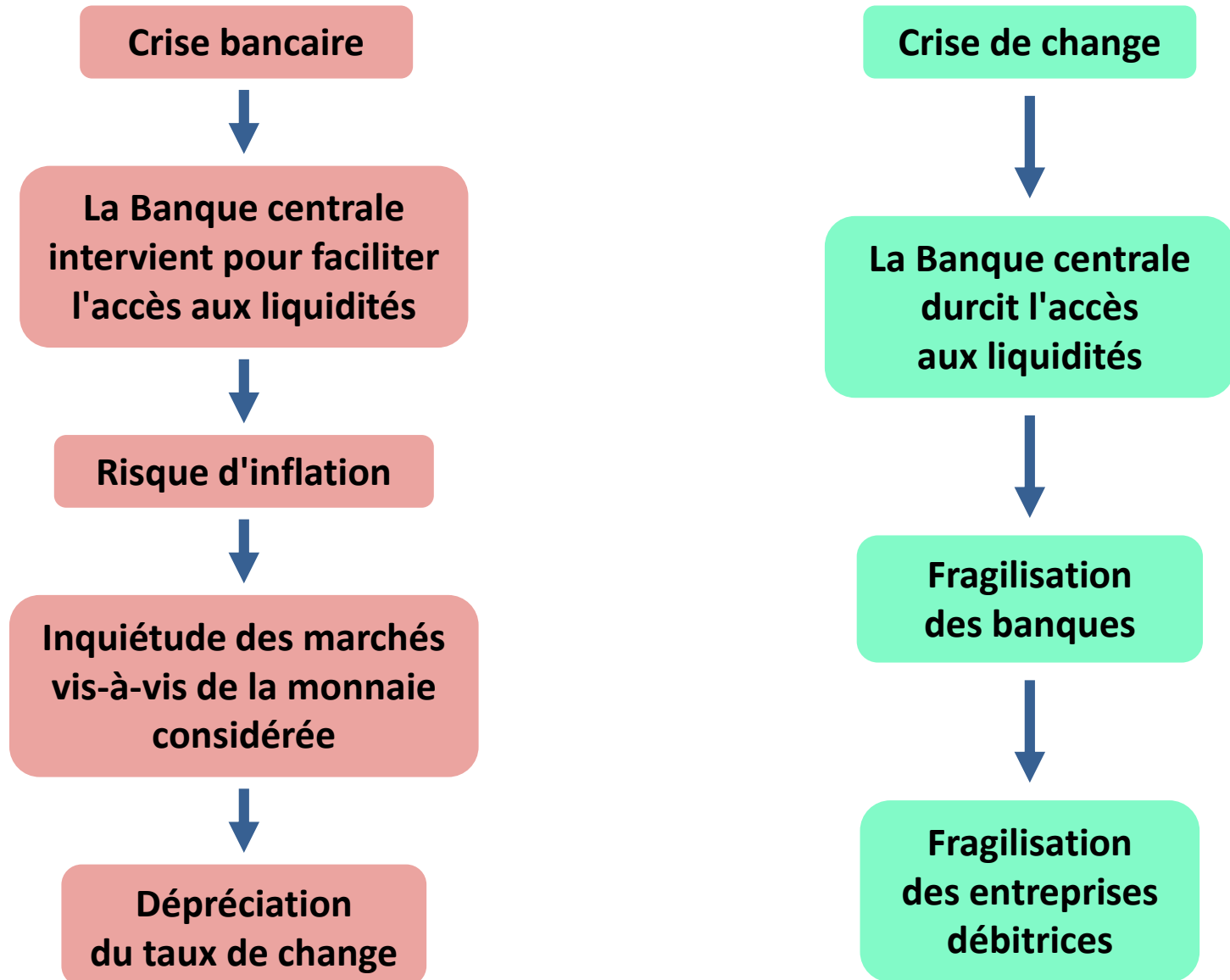
Dans les marchés « émergents », les désordres financiers les plus graves ont été marqués par des « crises jumelles » : un effondrement simultané du taux de change et du système bancaire. **Les banques des PED deviennent très vulnérables dès lors qu'elles s'endettent sur les marchés internationaux. Leur dette étant libellée en monnaie étrangère (en dollar, le plus souvent), elles sont soumises aux variations des taux de change qui peuvent aggraver brutalement le coût de leur dette.**

DES BANQUES DE PLUS EN PLUS DÉPENDANTES DES MARCHÉS FINANCIERS

Des liens de plus en plus étroits se sont tissés entre banques et marchés financiers :

1. En premier lieu, **crises de change et crises bancaires ont tout lieu d'être reliées entre elles.** En effet, **dès lors qu'une crise bancaire survient, obligeant la Banque centrale à intervenir en facilitant l'accès aux liquidités, le risque d'inflation s'accroît**, inquiétant les marchés vis-à-vis de la monnaie considérée et **faisant déprécier le taux de change**. Inversement, une crise de change contre laquelle la Banque centrale doit lutter par un durcissement des conditions d'accès à la liquidité et l'augmentation des taux d'intérêt peut mettre en difficulté les banques d'un système déjà fragile et leurs entreprises débitrices. C'est ainsi que Kaminsky et Rheinart (1999) justifient l'usage de l'expression « crises jumelles ».
2. Par ailleurs, **toutes les banques** (et plus seulement les anciennes banques d'affaires depuis le décloisonnement) **dépendent de l'évaluation par le marché des firmes auxquelles elles continuent d'octroyer des crédits et au capital desquelles elles prennent des participations.** Elles-mêmes dépendent d'ailleurs de cette évaluation concernant leur propre capital pour mieux agir dans la concurrence du secteur bancaire en levant des capitaux supplémentaires pour augmenter les fonds propres et gagner des parts de marché à la fois sur les dépôts, les crédits et les placements de valeurs mobilières.
3. Enfin, les banques ont substitué dans leur produit net bancaire les commissions au titre d'intermédiaire de placement en valeurs mobilières aux revenus d'intérêt qu'elles percevaient au titre d'intermédiaire de crédit, lorsqu'elles étaient les principales contributrices au financement externe des investissements. Leur valeur est donc liée beaucoup plus directement à la santé des marchés financiers.

CRISE BANCAIRE ET CRISE DE CHANGE : DES « CRISES JUMELLES »

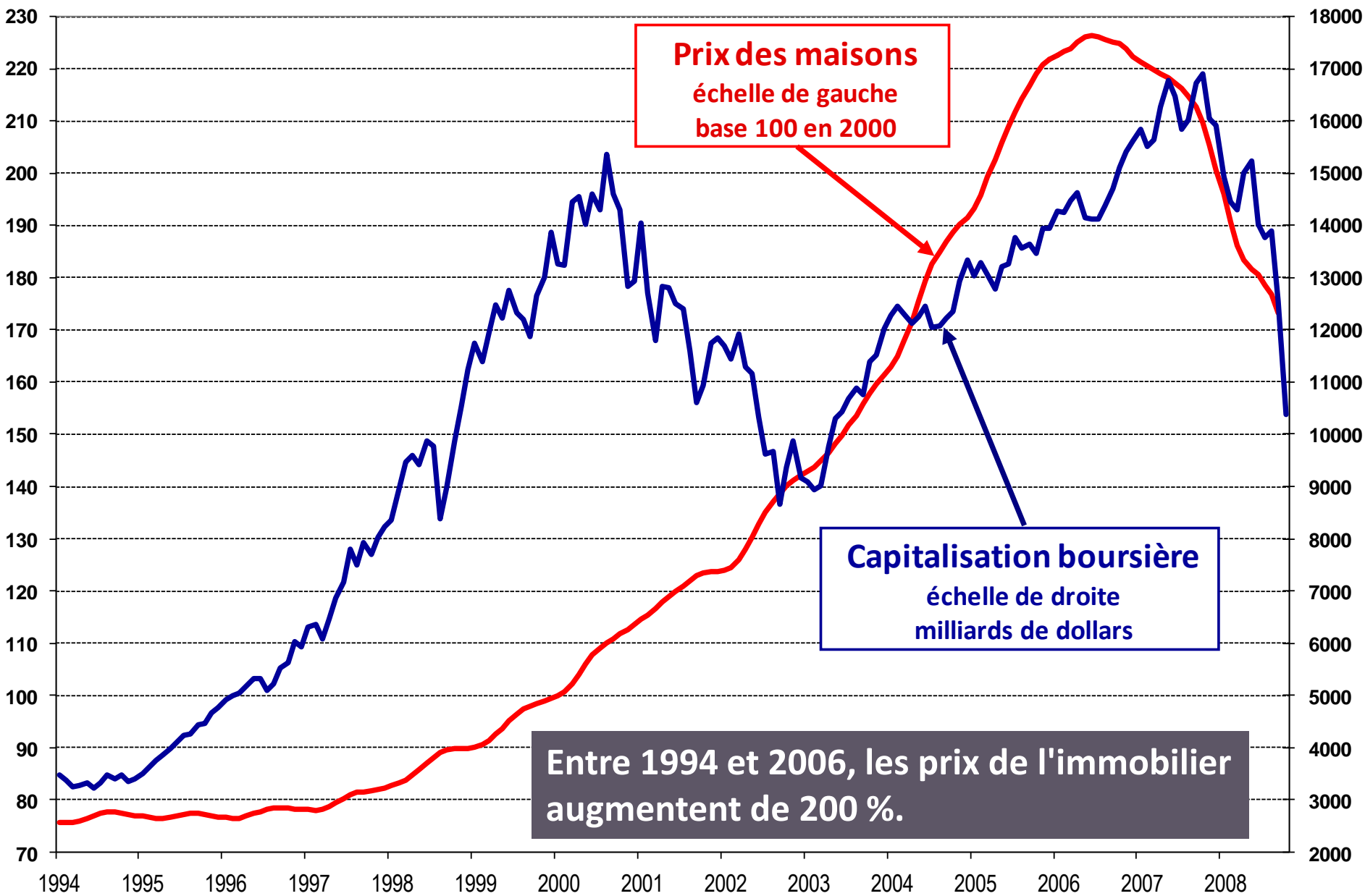


Typologie des crises bancaires

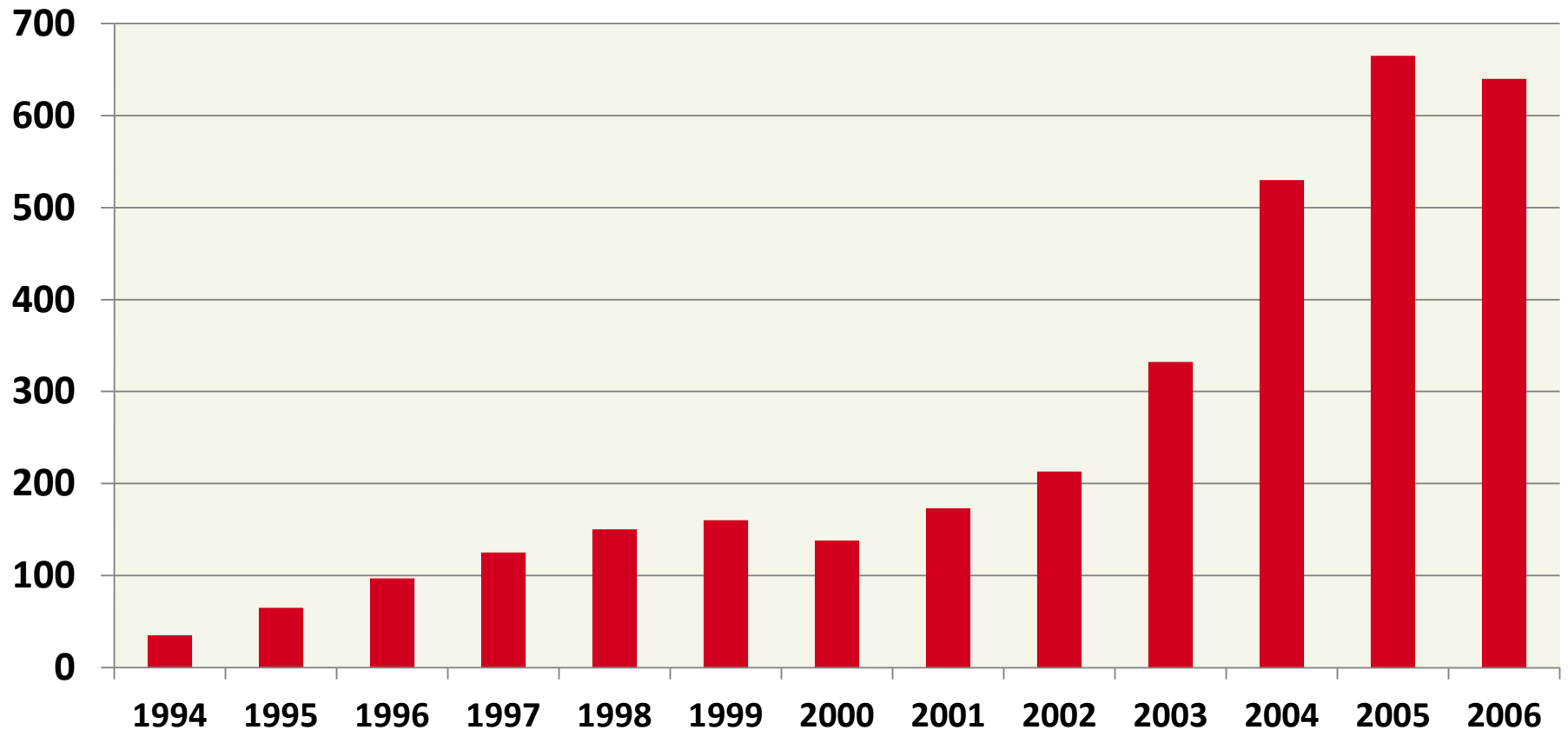
- **Une défaillance ponctuelle s'étend à l'ensemble du système bancaire et à l'économie**
 - Sources : mauvaise appréciation des risques dans un nouveau secteur, malversation et pratiques délictueuses dans un contexte de défaillance des contrôles
 - Canaux de propagation : défaillance chez tous les déposants, engagements réciproques des institutions financières
 - Exemples : *Savings and Loans* (1985), Crédit Lyonnais

- **La crise bancaire, conséquence du cycle financier**
 - Sources : prise de risque dans les périodes favorables qui se révèle lors du retournement endogène du couple crédit / prix des actifs
 - Canaux de propagation : toutes les banques sont frappées simultanément ⇒ *credit crunch*
 - Exemples : bulle japonaise 1980

LA BULLE IMMOBILIÈRE AUX ÉTATS-UNIS



ÉMISSION DE CRÉDITS *SUBPRIME* (EN MILLIARDS DE \$)

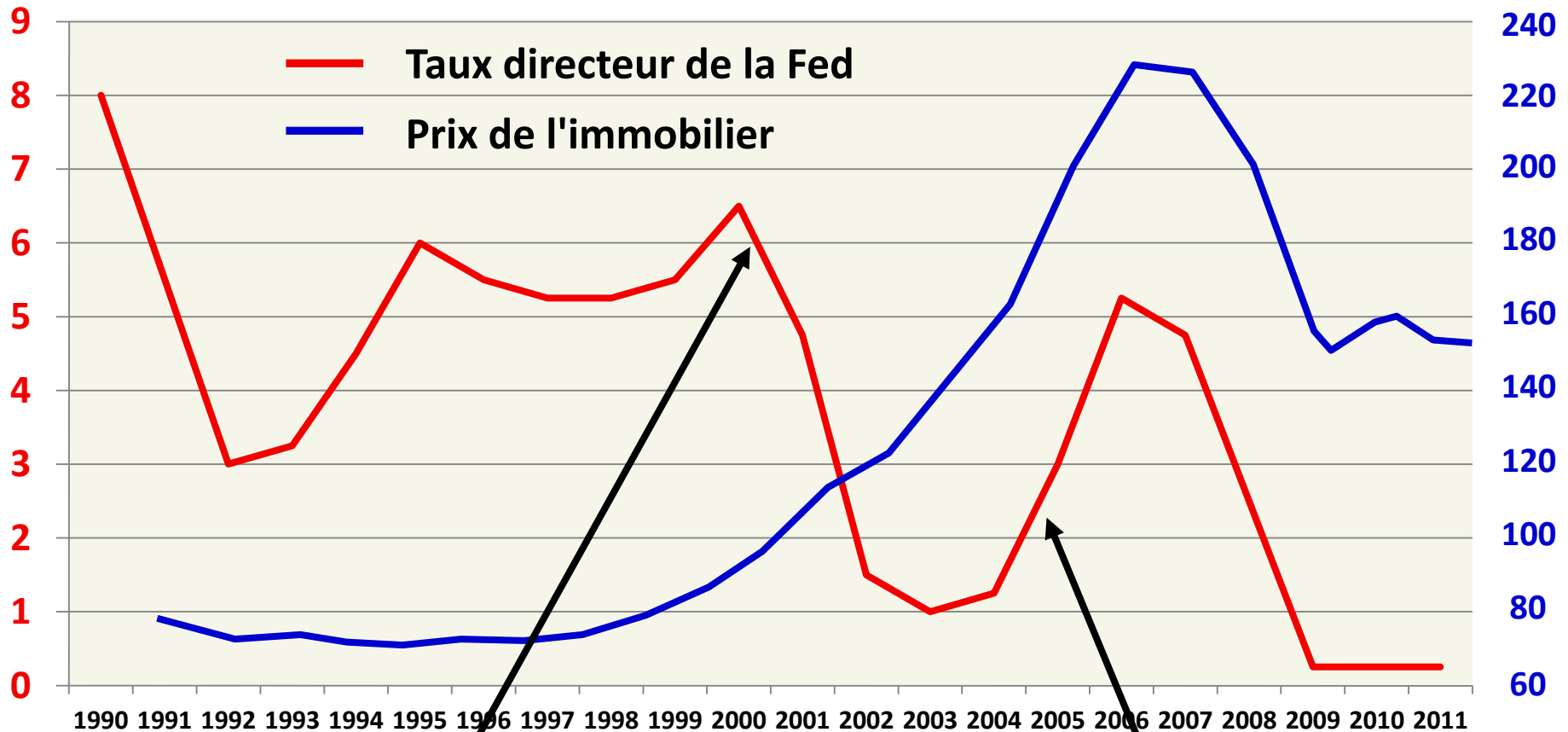


En 2006, les crédits *subprime* représentent 23 % du total des prêts immobiliers. Ce marché s'est développé aux États-Unis à partir de 2001 lorsque, après le krach de la « *net-economy* » et les attentats du 11 septembre, la Fed a abaissé le taux directeur à son niveau le plus bas de l'histoire (1 %). Les banques reviennent alors sur le marché du crédit aux ménages pour compenser leurs pertes en bourse et retrouver des perspectives de développement. Les liquidités injectées contribuent alors à la formation de la bulle immobilière.

LA DÉRIVE DES CRÉDITS *SUBPRIME*

- **Les vendeurs de crédits *subprime* ne contrôlent pas la solvabilité des clients.** Le plus souvent, ce ne sont pas les banques elles-mêmes, **mais des courtiers, payés à la commission** : qu'un crédit soit remboursé ou non ne change rien à leur rémunération. Pour encaisser des commissions, ils vont constituer des dossiers de crédit sans exiger aucune preuve quant à l'emploi, au revenu et aux charges des emprunteurs.
- Au lieu de profiter de la hausse des prix immobiliers pour sécuriser les crédits (prêter 100 000 pour acheter une maison dont le prix de marché monte à 200 000 est moins risqué que si son prix était resté au point de départ), **les banques choisissent d'emballer la machine en profitant de ces plus-values pour octroyer de nouveaux crédits.** Comme la loi US permet d'accorder plusieurs crédits sur la même hypothèque, chaque fois que le prix du logement augmente, on revient à la charge pour offrir de nouveaux prêts (achat de voitures, de meubles, cartes de crédit à utiliser dans les magasins, etc.). Mais tout cela suppose que le prix de l'immobilier ne cesse jamais d'augmenter...

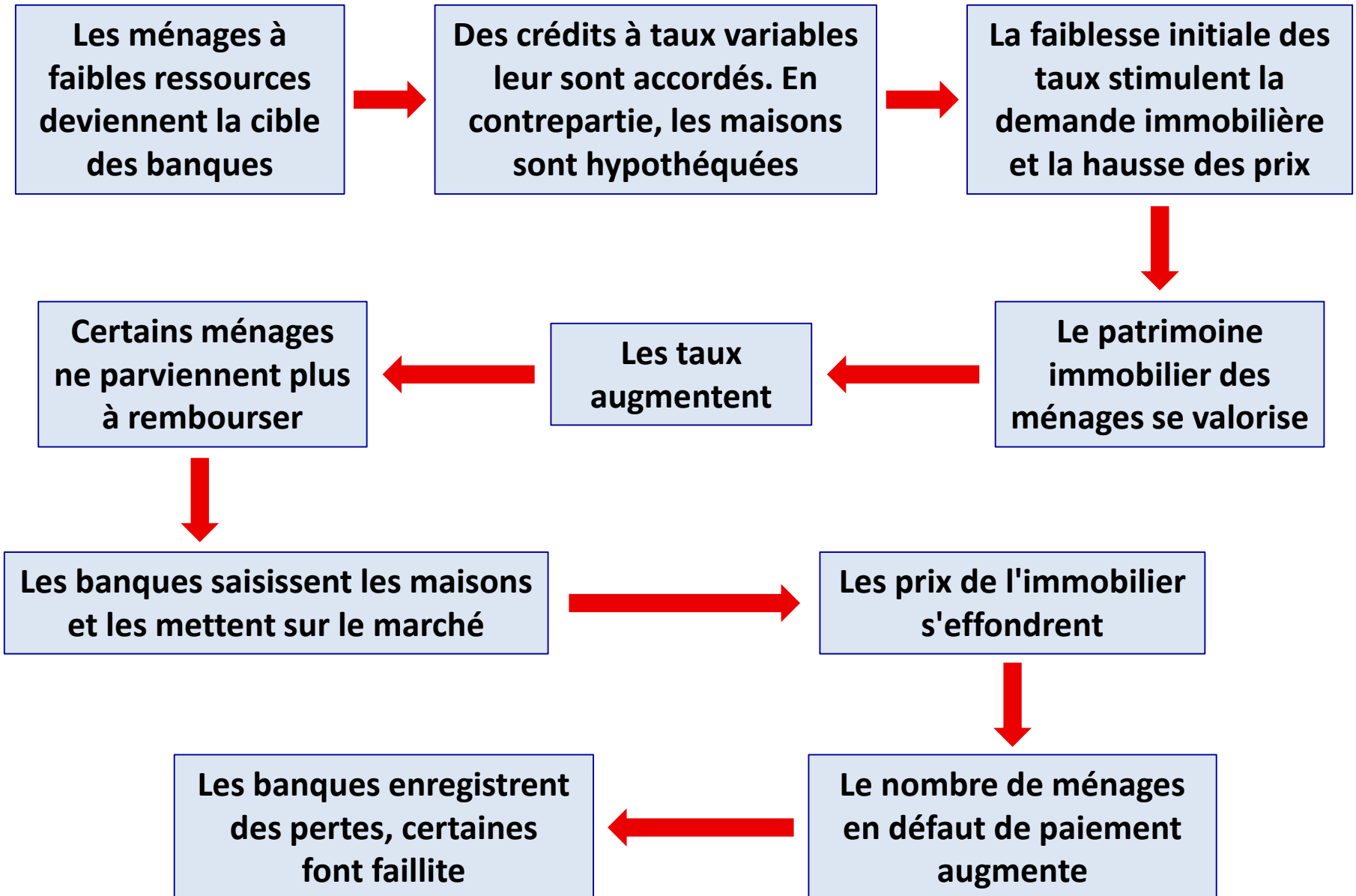
TAUX DIRECTEURS ET BULLE IMMOBILIÈRE AUX ÉTATS-UNIS



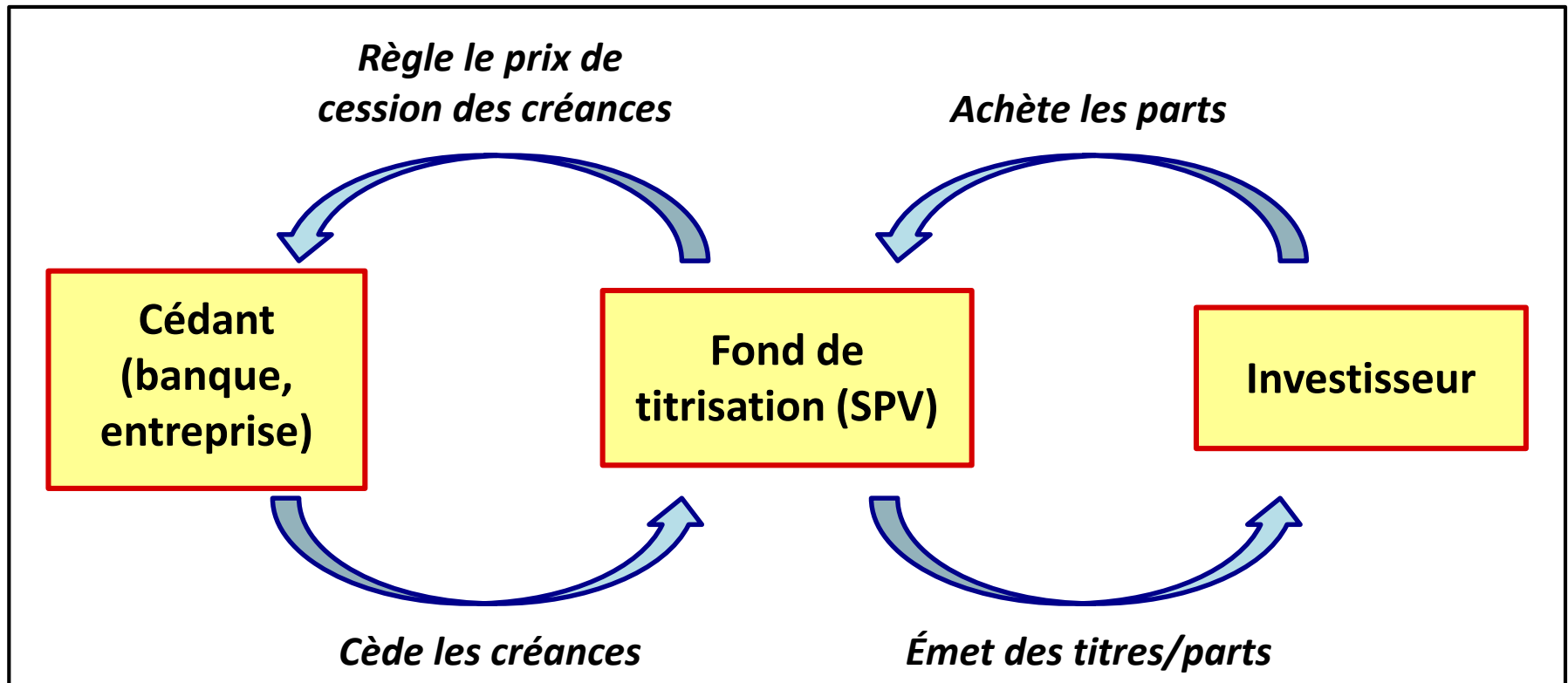
Alan Greenspan choisit de baisser le taux directeur de la Fed à un niveau historiquement bas pour stimuler la croissance, dans un environnement où le risque inflationniste est faible. Cela favorise la formation de la bulle immobilière.

Lorsque la bulle devient préoccupante, Ben Bernanke remonte rapidement le taux jusqu'à un niveau très élevé, ce qui provoque l'éclatement de la bulle en 2007.

DES CRÉDITS *SUBPRIME* À LA CRISE BANCAIRE

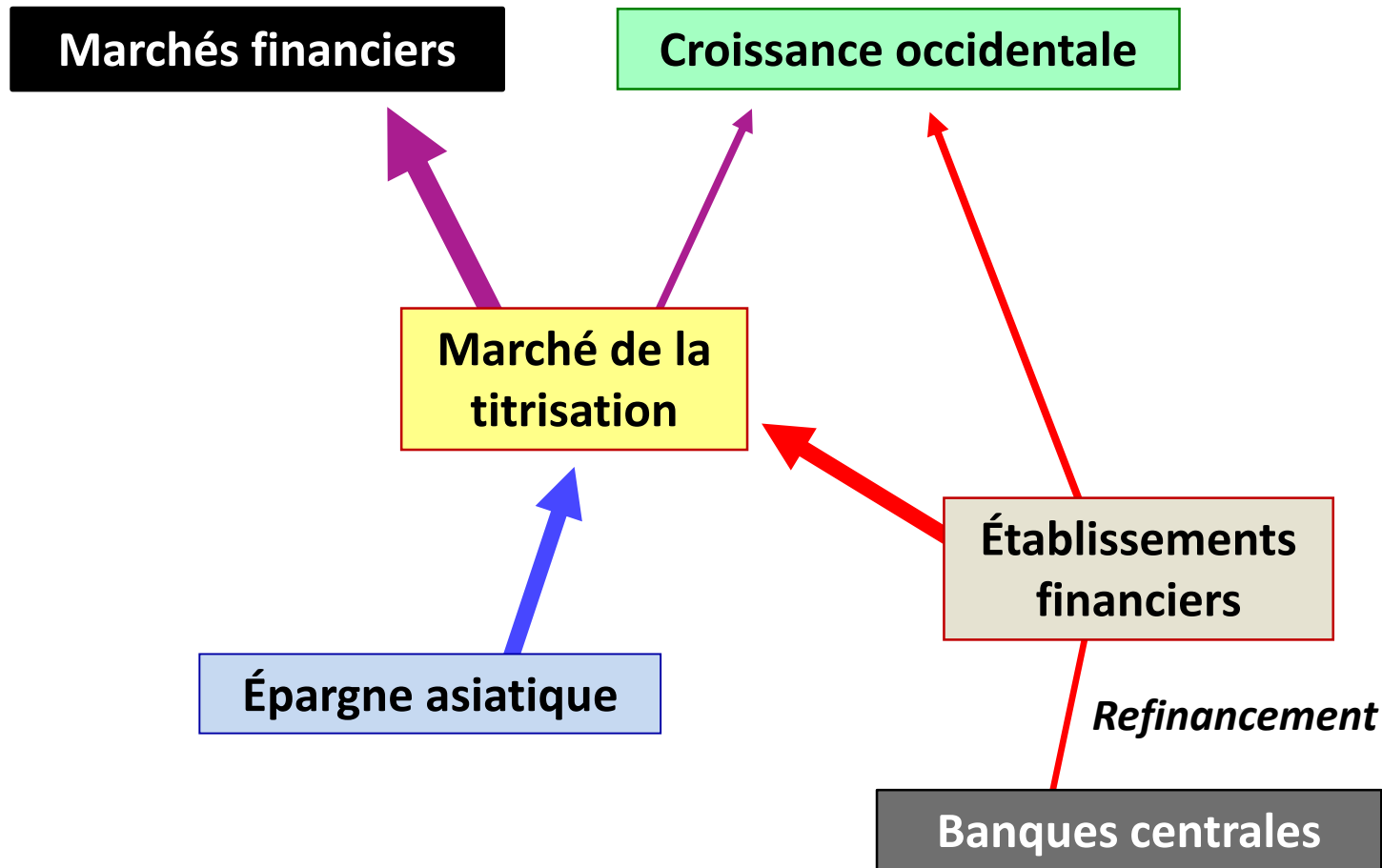


TITRISATION DES CRÉANCES : UNE LOGIQUE DE DILUTION DU RISQUE



Les banques passent d'un modèle fondé sur l'octroi et la conservation du crédit (donc du risque) à un modèle d'octroi puis de cession du risque lié au crédit à d'autres acteurs, dans le cadre de montages financiers sophistiqués (en particulier grâce aux produits dérivés). Ce transfert obéit à une logique de dilution légitime, puisqu'il vise à réduire le risque (aversion au risque). Mais le passage par des produits financiers complexes rend l'évaluation de ce risque beaucoup plus difficile, tout en contribuant à disséminer celui-ci parmi l'ensemble des institutions financières. Les « créances pourries » (*junk bonds*) contribuent à la méfiance généralisée sur les marchés financiers, à l'origine de la crise bancaire de 2008.

TITRISATION : LA LIQUIDITÉ ATTIRÉE PAR LA SPÉCULATION



La titrisation permet de transformer des actifs non cessibles (créances telles que le crédit) en actifs cessibles sur les marchés financiers. Elle facilite la circulation de la liquidité, mais celle-ci est davantage attirée par les perspectives de rendement élevé – sur des produits dont le degré de risque est sous-évalué –, que par le financement de « l'économie réelle ».



En février 2008, face aux retraits massifs des déposants, le gouvernement britannique doit nationaliser *Northern Rock*. En juillet, avec la chute de la banque californienne *Indywest*, se produit la plus importante faillite depuis 24 ans, elle entraîne avec elle *New Century*, le second prêteur hypothécaire US. Le 15 septembre 2008, la faillite de Lehman Brothers, l'un des plus grands établissements financiers du monde, déclenche une véritable panique.

Une énorme consolidation bancaire s'ensuit. Plusieurs grandes banques doivent se faire racheter afin de sauver leur activité.

LA TRANSMISSION À L'ÉCONOMIE RÉELLE PAR LES BANQUES

On peut alors parler de **crise systémique globale** : sans crédit interbancaire, la plupart des banques sont menacées de faillite à très court terme car la chute de certaines d'entre elles conduira les clients à retirer leurs dépôts dans toutes les autres, y compris celles dont les comptes sont parfaitement sains.

Les conséquences directes sont de trois ordres :

- **Licenciements dans le secteur financier**, les assurances, les banques, etc. Dans certains pays (Royaume-Uni), villes (Londres, New York, Singapour, Luxembourg, etc.) ou régions, cette activité pèse d'un poids considérable.
- **Arrêt de très nombreux projets immobiliers** car les ménages et les promoteurs attendent la fin de la baisse pour acheter et car le crédit devient rare (les banques n'ont plus les moyens) et sélectif (elles appliquent à nouveau des critères de solvabilité) : licenciements massifs dans un secteur très créateur d'emplois qui a le plus tiré l'économie depuis 2001, notamment aux États-Unis, mais aussi l'Espagne.
- **Effets de richesse négatifs** pour tous les agents, particuliers et sociétés, qui voient une partie de leur capital fondre du fait de la chute du prix des actifs immobiliers et financiers. **Cet effet peut être considérable aux États-Unis où l'épargne est nulle**, ce qui signifie que les agents comptent sur des effets de richesse positifs vécus durant les bulles pour financer une partie de leurs achats : quand le prix de la maison monte, on emprunte à nouveau sur l'hypothèque pour financer la carte de crédit, on vend des titres pour acheter une nouvelle voiture, etc. L'effondrement de la valeur de leurs actifs les oblige à consommer moins.

3

LES EFFETS DES CRISES FINANCIÈRES

3.1.

LA CONTRACTION DE LA LIQUIDITÉ

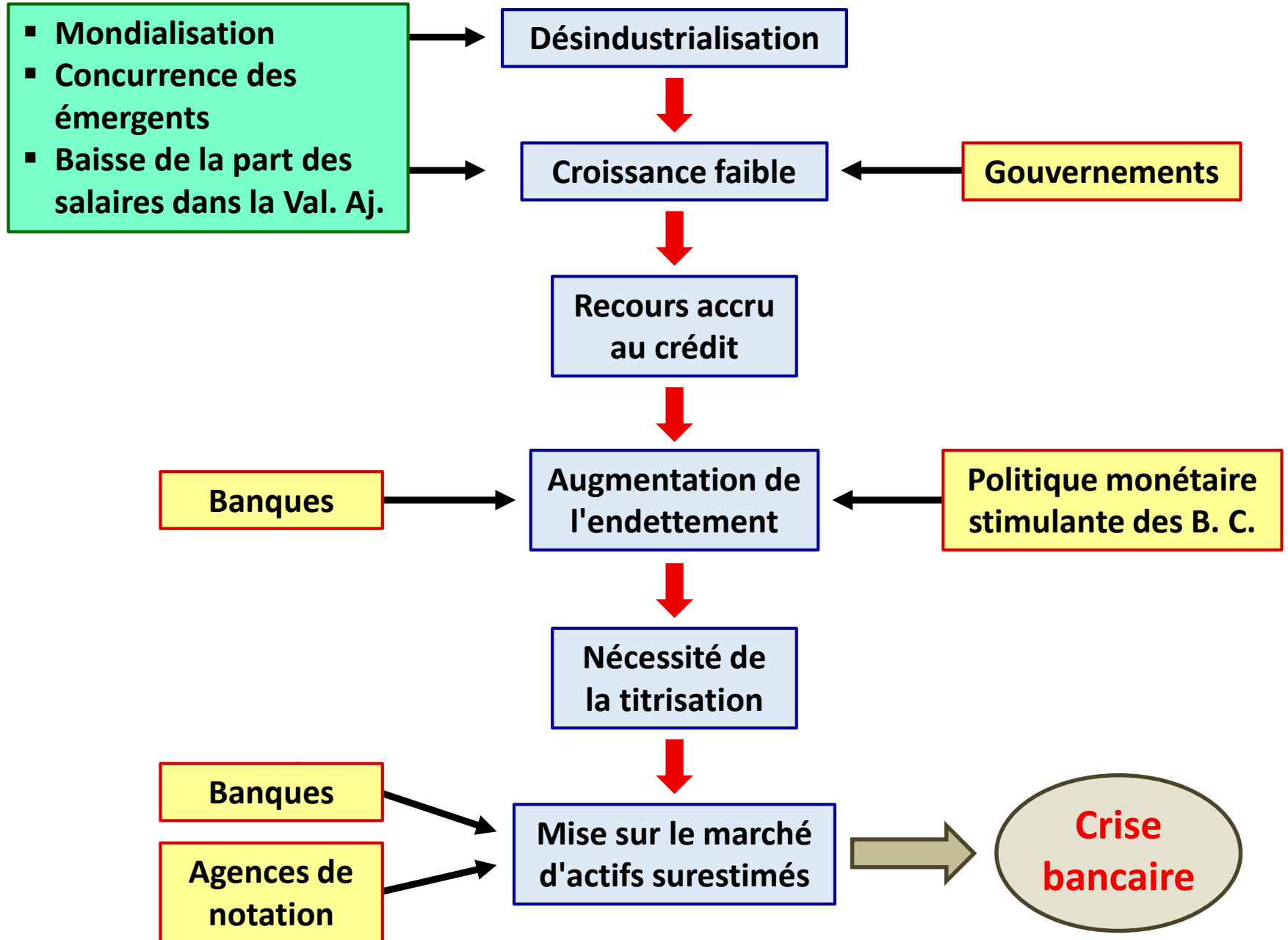
Les crises financières provoquent un recul de l'activité qui entraîne le pessimisme. Les banques sont alors amenées à réduire l'offre de crédit, ce qui tend à aggraver le marasme. Les banques centrales doivent alors intervenir par une baisse des taux directeurs destinée à relancer l'investissement.

3.2.

DE LA CRISE DES CRÉDITS SUBPRIME À LA CRISE SYSTEMIQUE

En 2007 éclate aux États-Unis une crise initiée par l'envolée des crédits immobiliers à risque (*subprime*). C'est le début d'une crise systémique, révélatrice de l'évolution des marchés financiers en relation avec la déréglementation. Les États et les banques centrales doivent intervenir massivement pour éviter l'effondrement de l'économie, mais la crise suscite aussi des inquiétudes quant au niveau de certaines dettes souveraines.

AU CŒUR DE LA CRISE : UNE LOGIQUE D'ENDETTEMENT



UN DÉFAUT DE RÉGULATION

La crise du marché des crédits *subprime* éclate en août 2007 et dégénère en crise financière systémique mondiale en septembre-octobre 2008. **C'est la première crise de cette importance causée explicitement par l'excès de la déréglementation.**

Les spécialistes sont unanimes à dénoncer la **dérive de « l'innovation financière »**. À tous les maillons du système, il est démontré que les opérateurs oublient toute prudence dès lors qu'ils en ont la possibilité légale, c.à.d. **quand le contrôle prudentiel, qui devrait être assuré par l'État, est laissé au « marché », autrement dit aux opérateurs eux-mêmes.**

Sont notamment pointés du doigt :

- les vendeurs de crédits *subprime* ;
- les banques d'investissement qui ont titrisé ces crédits en les camouflant dans des véhicules hybrides (SPV) afin de les transformer en produits d'apparence saine ;
- les agences de notation qui les ont surnotés faute d'avoir sérieusement analysé leur niveau réel de risque ;
- les assureurs qui ont garanti 10 à 20 fois plus de titres que ne le permettait leur capital ;
- le législateur américain qui a abaissé les ratios prudentiels des banques d'affaires en 2004 (en les autorisant à prêter jusqu'à 40 fois leurs fonds propres au lieu de 12).

PROPAGATION À L'ÉCONOMIE RÉELLE

Entre juin 2007 et le début de 2009, les banques ont perdu près de 700 milliards de dollars et les principaux indices boursiers ont chuté de 40 à 60 %. La succession spectaculaire des faillites de grands établissements bancaires donne l'impression que la crise n'affecte que le monde de la finance, et qu'elle ne concerne pas le quotidien des gens ordinaires. Il n'en est rien : la transmission de la crise à l'économie réelle repose sur deux mécanismes complémentaires.

1. Le canal du crédit

Le premier canal de transmission de la crise est la **contraction de l'offre de crédit** : comme les banques éprouvent les plus grandes difficultés à trouver des liquidités et des fonds propres, elles sont moins en mesure d'octroyer des prêts aux entreprises et aux ménages. Le coût des emprunts – le taux d'intérêt – est également accru, car **les créanciers exigent des primes de risque plus élevées en raison de la crise de confiance** qui s'est installée. Les PME sont les premières à souffrir de cette situation, les banques préférant les emprunteurs les moins risqués : États et grandes entreprises) (effet d'éviction).

L'assèchement du crédit réduit l'activité économique : sans la possibilité de recourir à des emprunts, les ménages réduisent leurs dépenses, tandis que **les entreprises reportent ou annulent des investissements**, voire rencontrent des problèmes de trésorerie pouvant les mener à la faillite.

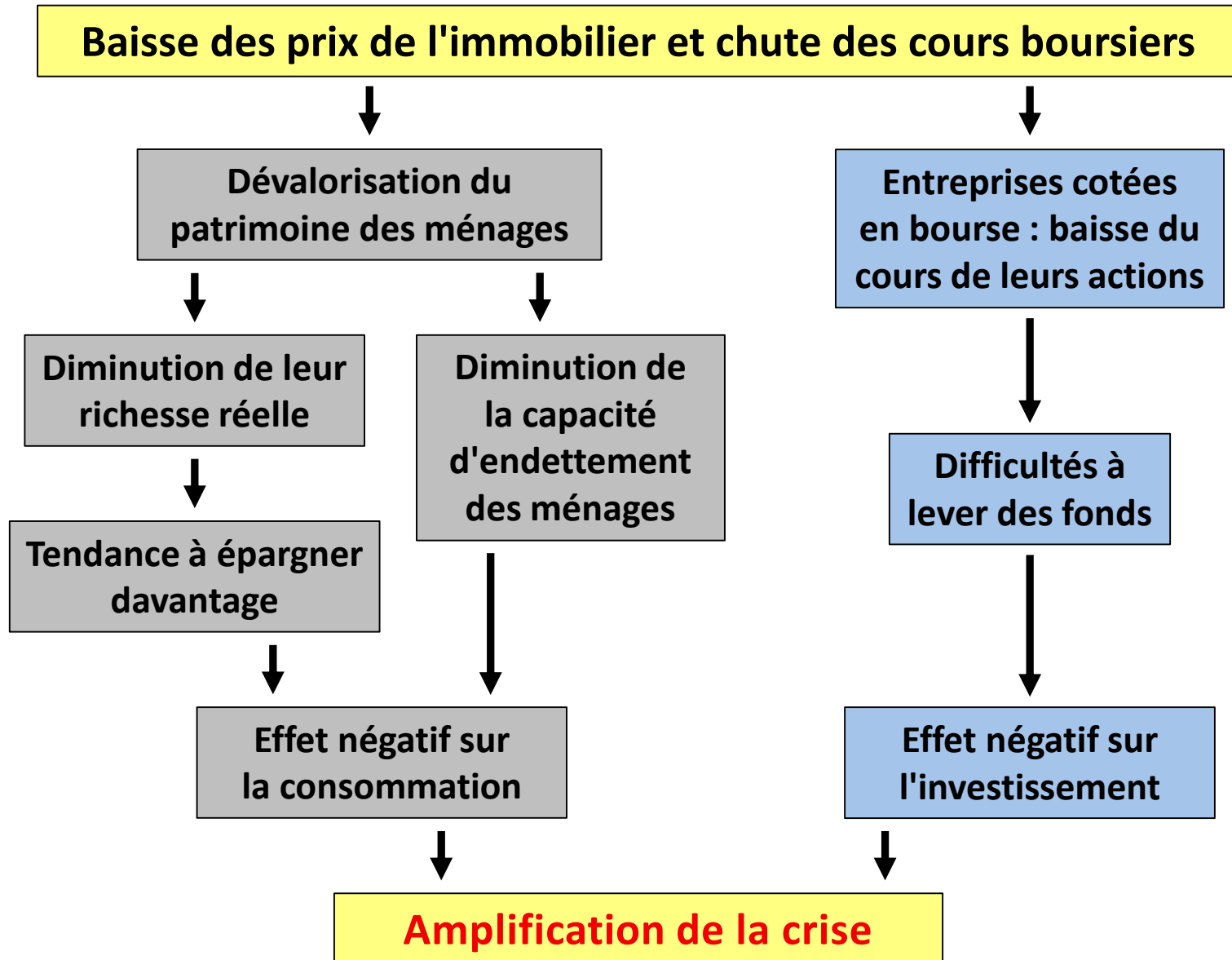
2. Le canal de la dépréciation des actifs

Le second canal réside dans la dépréciation des actifs, mobiliers et immobiliers. **La baisse des prix de l'immobilier et la chute des cours boursiers dévalorisent les patrimoines des ménages. Ils voient donc leur richesse réelle baisser et peuvent avoir tendance à épargner davantage afin de reconstituer la valeur initiale de leur patrimoine.** Si les comportements des ménages s'ajustent de cette manière, il y a **un effet négatif sur la consommation** qui amplifie la crise. Cet effet est **particulièrement visible aux États-Unis**, car les ménages américains sont très sensibles aux dépréciations d'actifs, du fait de leur épargne retraite investie pour moitié en bourse.

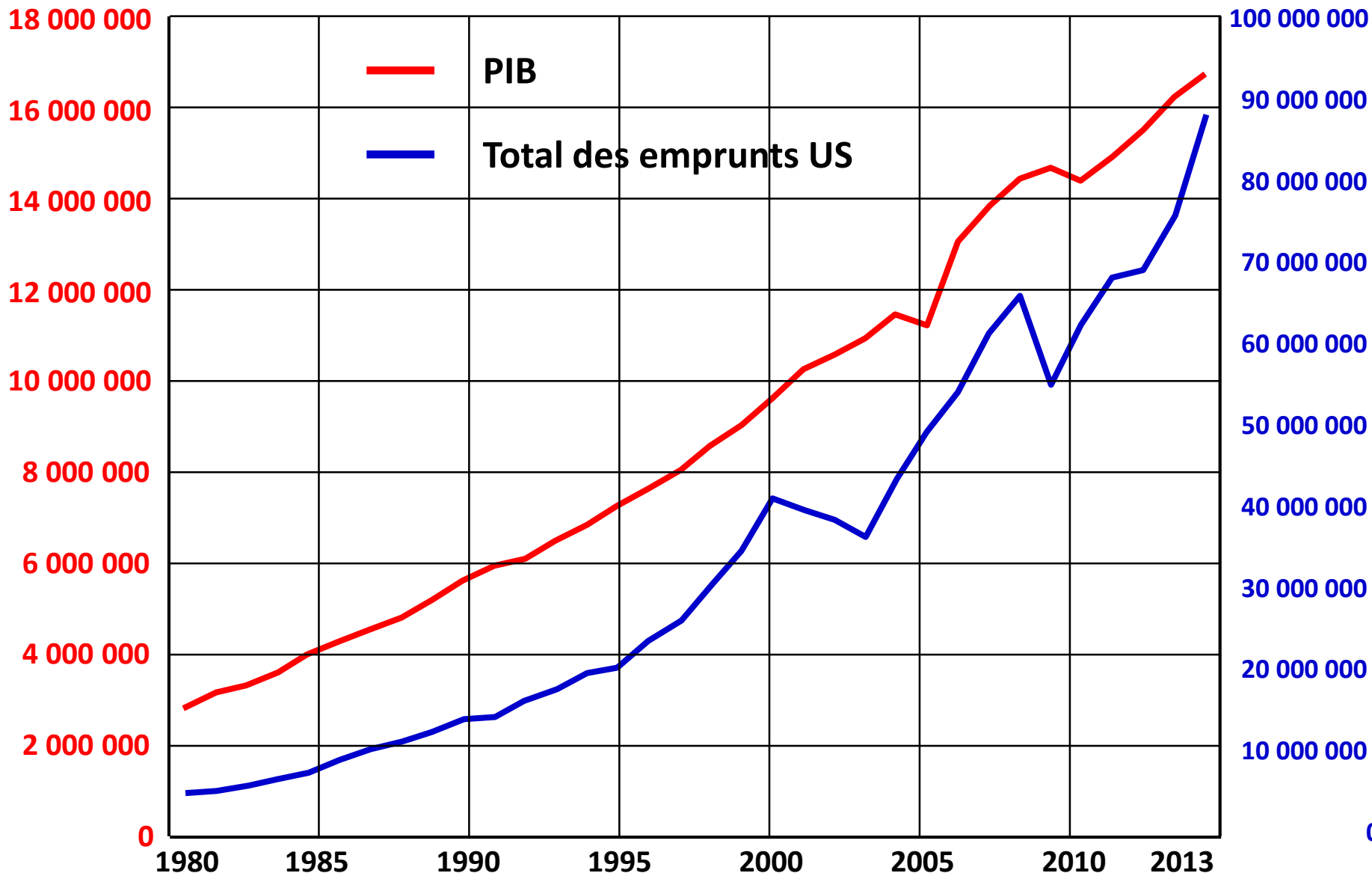
De plus, aux États-Unis et au Royaume-Uni, **la dépréciation des actifs pèse aussi sur la consommation par le biais de la capacité d'endettement des ménages.** Celle-ci dépend en effet de la valeur des patrimoines : quand un ménage voit la valeur de sa maison progresser, il peut à nouveau s'endetter à hauteur de cette plus-value potentielle. **Le boom de l'immobilier a donc encouragé la progression de l'endettement des ménages.** C'est évidemment l'inverse lorsque l'immobilier se déprécie. La restriction de l'accès au crédit des ménages américains et anglais est donc liée à la fois aux difficultés des banques et à la dégradation de leur situation personnelle.

Les entreprises cotées en bourse sont quant à elles affectées par la baisse des cours de leurs actions, qui renforce leurs difficultés à lever des fonds : alors que le crédit est devenu plus rare et plus cher, les entreprises ont également du mal à se financer en émettant des actions : les investisseurs sont peu motivés pour acheter de nouveaux titres dans un contexte de crise, et de plus, comme les valorisations des entreprises sont faibles, l'obtention d'un certain montant de ressources exige de vendre un nombre élevé d'actions, ce qui affaiblit les actionnaires en place en « diluant » le capital de l'entreprise entre de nombreux propriétaires.

PROPAGATION DE LA CRISE : LE CANAL DE LA DÉPRÉCIATION DES ACTIFS



PIB ET ENDETTEMENT AUX ÉTATS-UNIS (EN MILLIARDS DE \$)



L'impact de la finance sur la croissance devient évident après 2000. Chaque fois que le ratio PIB/endettement chute, il y a ralentissement de la croissance (2000-2002, 2008). À l'inverse, chaque fois

ÉTATS-UNIS : L'ENDETTEMENT COMME MOTEUR DE LA CROISSANCE

Les États-Unis se sont de plus en plus endettés pour entretenir leur croissance. **Alors qu'en 1980, l'endettement représentait 1,9 fois le PIB, en 2013, cet endettement était de 5,2 fois le PIB.**

Endettement et financiarisation accrue de l'économie, refinancement des déséquilibres extérieurs, augmentation de la valeur des patrimoines des ménages, appel au crédit à la consommation et consommation des plus-values de cession d'actifs ont stimulé la consommation des Américains des couches moyennes ou aisées, tirant la croissance vers le haut, sur fond de montée des inégalités de revenu toujours plus fortes.

La réactivité du PIB à l'endettement traduit l'existence d'une **surcroissance artificielle tirée par un endettement de plus en plus fort** permettant à la machine économique de faire de la croissance, cet endettement est la drogue d'une économie dont la dynamique a disparu à la fin des années 90 sous la double action de la désindustrialisation et de la saturation du marché des services, incapable de tirer la croissance. C'est en retrouvant un ratio dette/PIB élevé que la croissance reprend dès 2010, évitant l'effondrement de l'économie américaine. Jamais le niveau d'endettement soutenant la croissance du PIB n'a été aussi fort qu'en 2013 : 5,2.

2007 : L'ÉCONOMIE À L'ORIGINE DE LA CRISE FINANCIÈRE ?

Les économistes libéraux analysent la crise récente non pas comme le fruit des défaillances du marché, mais comme un effet de leur bon fonctionnement. **Eugene Fama**, théoricien de l'hypothèse des marchés efficients – selon laquelle les marchés véhiculent toute l'information disponible –, considère que la crise valide cette hypothèse : la correction brutale sur les marchés traduit, selon lui, la nouvelle information relative au risque des produits titrisés.

Par ailleurs il **analyse la crise financière non pas comme la cause de la « Grande Récession » mais comme sa conséquence** : l'arrivée d'une récession en 2006 aux États-Unis aurait mis les emprunteurs en difficulté, provoquant ainsi la crise des *subprime*. **La crise financière aurait donc une origine économique et non l'inverse.**

Enfin, E. Fama met l'accent sur la **responsabilité des pouvoirs publics** : la politique monétaire a favorisé l'endettement, le sauvetage des institutions financières a incité à la prise de risque (principe du « *too big to fail* », assurance de l'intervention du prêteur en dernier ressort).

Pascal Salin va dans le même sens, pour lui, « *ce ne sont pas les crises qui sont cycliques ce sont les erreurs des gouvernants qui se répètent à chaque crise* ».

L' « ACCÉLÉRATEUR FINANCIER » DU CYCLE

Le développement de la sphère financière a pour effet de détourner la finance mondiale de l'investissement productif (long terme) au profit du court terme. Par leurs comportements, **les acteurs financiers exercent un effet déstabilisateur : ils ont tendance à amplifier les cycles économiques (caractère procyclique) en prenant d'autant plus de risques que la conjoncture est bonne et d'autant moins que les perspectives sont défavorables. Ainsi, ils alimentent la croissance quand celle-ci est dynamique et renforcent son plongeon quand les choses se gâtent (« accélérateur financier » du cycle).**

LE RISQUE DE SYSTÈME

- Le **risque de système** = danger d'existence d'un **effet de dominos** dès lors qu'une crise financière apparaît sur un compartiment de marché en une région du monde développé ou émergent, du fait de l'accumulation des risques par les agents financiers \Rightarrow risque de contagion.
- La **crise financière** = concrétisation d'un risque de système où un accident financier localisé (crise de change, krach boursier, obligataire ou immobilier) se propage à une partie ou à l'ensemble du système financier international.

DE L'ÉCLATEMENT DE LA BULLE À LA RÉCESSION

Crise de valorisation des actifs financiers : krach boursier (actions, obligations), crise de change, krach immobilier = **dévalorisation brutale de la valeur des actifs financiers détenus par les agents économiques.**



Crise de liquidité : les agents économiques qui ont emprunté pour acquérir des actifs financiers ne peuvent plus faire face aux échéances du service de la dette.

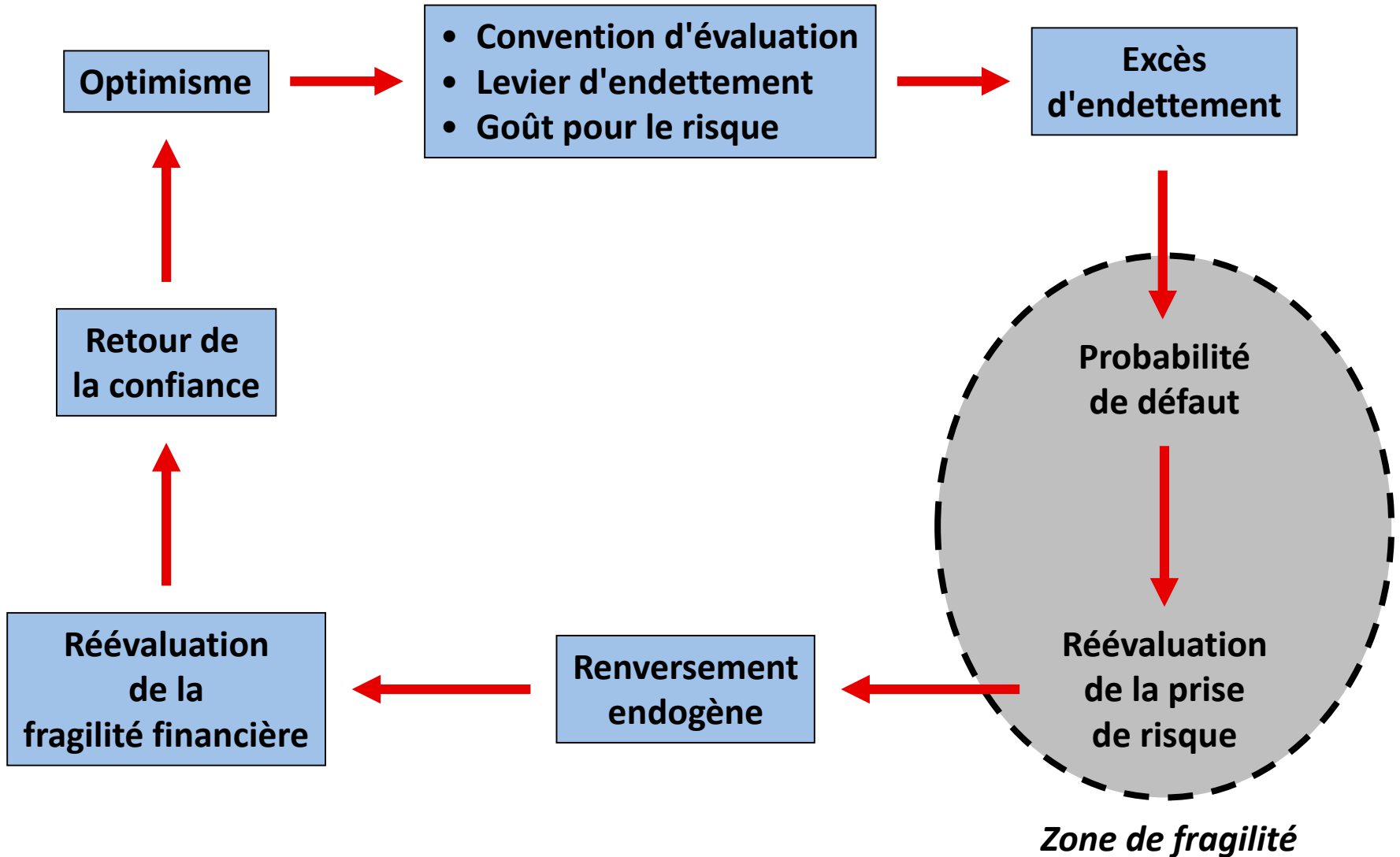


Crise de crédit : les banques se retrouvent avec des créances douteuses (défaillance de leurs débiteurs) \Rightarrow crise de confiance du fait d'un risque de banqueroute \Rightarrow panique bancaire (retraits massifs des déposants) \Rightarrow faillites bancaires.



Récession économique (faillites d'entreprises) résultat d'un *credit crunch*.

LA CRISE BANCAIRE COMME CONSÉQUENCE DU CYCLE FINANCIER



UNE « ÉCONOMIE DE CASINO » INÉVITABLE EN ÉCONOMIE OUVERTE ?

Selon **Keynes** l'arbitrage entre achat de titres et investissement productif est une des clés du plein emploi. Comme il est déterminé par le taux d'intérêt, il **préconisait de faibles taux afin de maintenir un avantage permanent à l'investissement** (taux de profit > taux d'intérêt).

Privilégiant l'instantané, avec de fortes espérances de gain, et profitant d'une fiscalité allégée du fait de la concurrence mondiale pour attirer l'épargne, **les revenus financiers concurrencent l'investissement productif**, incitent à se désendetter, à placer ou à racheter ses propres actions plutôt qu'à investir, c'est l' « **économie de casino** » que dénonçait Keynes où le jeu, avec les dangers qu'il induit pour la stabilité de l'économie, attire plus les capitaux que l'investissement productif et l'emploi.

La libre circulation mondiale des capitaux induit une énorme pression : tout ce qui peut menacer les actifs financiers (inflation, change, fiscalité, revendications salariales, avantages sociaux...) déclenche des reflux massifs. **Aucun État ne peut y résister**, et ce d'autant plus qu'il est le premier emprunteur. Comme **le seul levier efficace face à la fuite des capitaux est la hausse des taux d'intérêt dont l'effet est catastrophique sur la croissance et l'emploi**, la nécessité de retenir les capitaux et de financer la dette publique impose donc une politique conforme aux « vœux » des marchés.

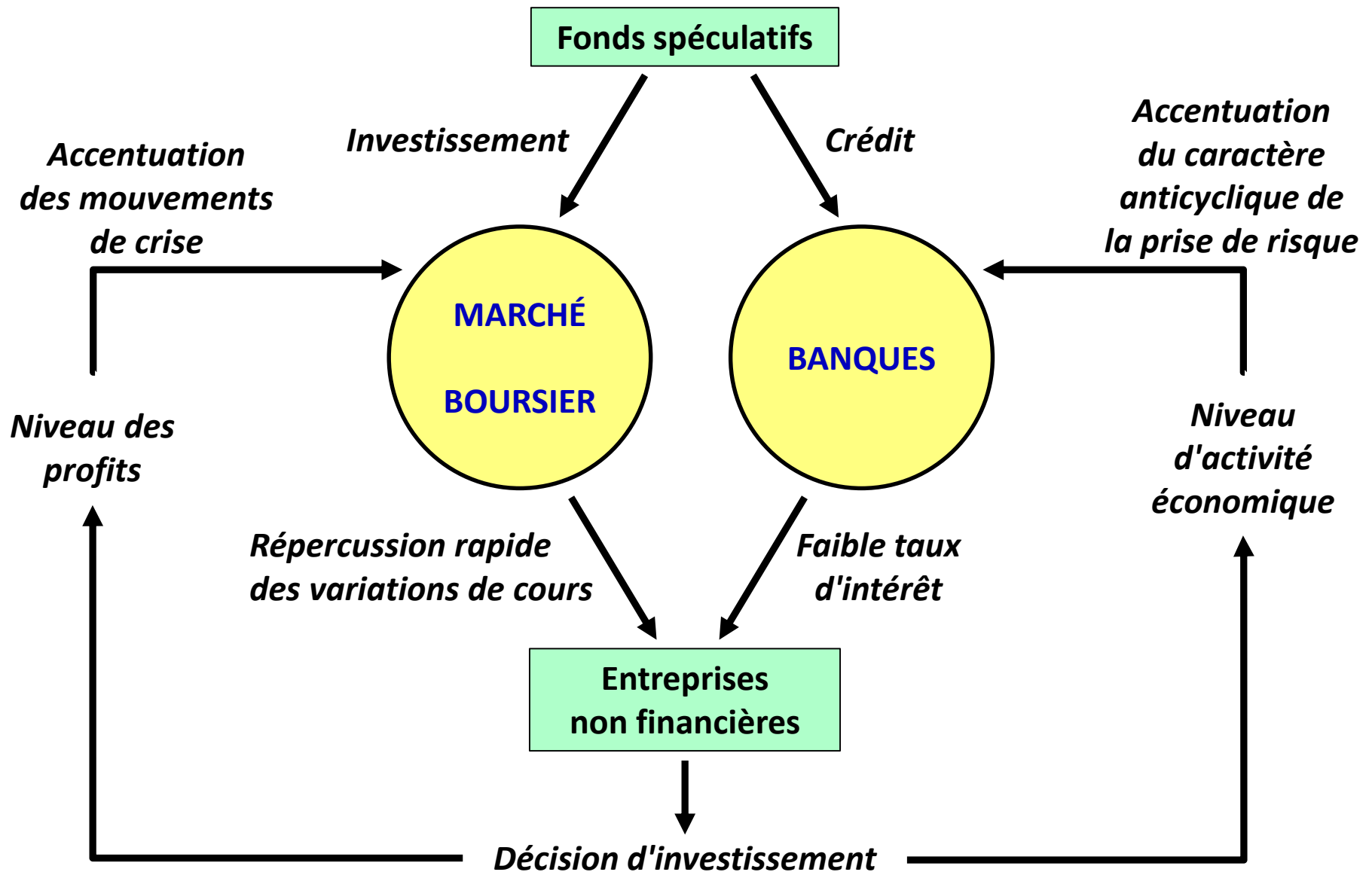
Cette contrainte s'exerce dans deux directions : fiscalité zéro, réglementation zéro.

D'UN MARCHÉ À L'AUTRE : LA PROPAGATION DE LA CRISE

Un effet mécanique propage d'un marché à l'autre les déséquilibres apparus sur l'un d'entre eux. Ses effets dépendent de la plus ou moins grande facilité d'accès au crédit donnée à ceux qui achètent des actifs. Par exemple, si les ménages peuvent emprunter aisément pour acheter leur maison ou des actions, ils contribuent à faire monter le prix de l'immobilier ou de la Bourse, hausse dont ils peuvent se targuer auprès de leur banquier pour emprunter plus et de nouveau investir, etc. Les différents marchés sont ainsi reliés, et une crise sur l'un d'entre eux entraîne une crise sur les autres : par exemple, un effondrement de l'immobilier provoque des difficultés à rembourser ses emprunts et une crise bancaire provoque même une faillite bancaire.

Ce processus de contagion prend désormais une dimension internationale. La mondialisation s'est traduite par une **interdépendance accrue des marchés financiers, qui favorise la diffusion des emballements spéculatifs** entre des pays qui peuvent être fort distants les uns des autres, mais qui sont reliés par l'arbitrage des agents financiers.

CRISES FINANCIÈRES JAPONAISE ET AMÉRICAINE : 3 DÉSÉQUILIBRES



Les vagues de faillites induisent un risque systémique et obligent le prêteur en dernier ressort à intervenir

Alors que la banque mutualise le risque, la titrisation le transfère aux acheteurs, c.à.d. les firmes, les États, et le public (via les fonds d'investissement et de pension). Parallèlement, l'essor des marchés à terme et des produits dérivés de plus en plus sophistiqués autorise une rentabilité tellement plus élevée que la finance traditionnelle n'y résiste pas. Prêter et gérer prudemment ne permet pas d'atteindre la norme de « création de valeur pour l'actionnaire » exigée par les fonds d'investissement et les fonds spéculatifs des années 1990-2000. D'où les accidents :

- **1985, faillite de la *Continental Illinois*** : 15 milliards de \$ assumés par le budget fédéral et la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) instituée en 1934 pour protéger les déposants.
- **1988, banqueroute des *Savings and loans*** : les caisses d'épargne se sont risquées sur le marché des *junk bonds* (« obligations pourries » à haut rendement car émises par des sociétés mal notées), 515 sur 3000 sont déclarées insolvables et le même nombre nécessite une assistance, le total s'élève à 500 milliards de dollars que le gouvernement fédéral assumera sur trente ans.
- **1995, faillite de la banque *Barings*** : après une perte d'un milliard de dollars due aux opérations de Nick Leeson, un *trader* de l'agence de Singapour qui avait acheté des quantités énormes de contrats sur l'indice Nikkei. L'indice s'effondre après le tremblement de terres de Kobe. Au lieu d'accepter ses pertes, Leeson engage des reports de plus en plus risqués en camouflant ses opérations ; quand le scandale éclate, la banque s'effondre.
- **Septembre 1998, le fonds spéculatif LTCM**, engagé pour plus de 1 000 milliards de dollars grâce à d'énormes effets de levier, ne peut supporter l'effondrement des titres russes GKO. Sous la menace de la Fed, un consortium de banques accepte de le sauver.

La banque centrale : prêteur en dernier ressort face au risque systémique

Si le flux des retraits s'amplifie, les choses peuvent aller très vite : les autres banques vont rechigner à lui prêter, elle ne peut alors être sauvée que par le **prêteur en dernier ressort**, c.à.d. la banque centrale ou/et l'État, dont l'une des fonctions est de **restaurer la liquidité** d'une banque pour protéger la confiance des clients dans l'ensemble des banques (*risque systémique*). Pour éviter l'**aléa moral** (si ce sauvetage était assuré, cela inciterait les banques à prendre trop de risques), **la BC ne garantit jamais à l'avance son intervention**. Sa décision dépend de deux critères :

1. **l'intervention est légitime s'il s'agit d'un manque passager de liquidité alors que la banque reste solvable**, c.à.d. capable de régler ses créanciers au-delà des quelques semaines difficiles ;
2. **légitime ou non, elle est obligatoire s'il s'agit d'une banque de première importance dont la faillite pourrait entraîner une crise systémique**, c.à.d. une perte de confiance à l'égard de toutes les banques, et un mouvement de retrait général aboutissant à des faillites en chaîne et à l'effondrement du système bancaire mondial (règle « *too big to fail* », il faut la sauver quels que soient ses responsabilités et le montant en jeu).

Le refus de l'administration US (15 septembre 2008) de sauver **Lehman Brothers** est typique de ce genre de dilemme. Aussitôt la nouvelle connue, elle s'est rendue compte de son erreur, cette banque était en fait « *too big to fail* », **sa faillite a été vécue comme un cataclysme** par les financiers du monde entier, on est passé très près d'un effondrement général car il s'est produit un **blocage total des crédits interbancaires** (méfiance généralisée des banques les unes envers les autres) qui menaçait même les institutions les plus saines. C'est pourquoi le gouvernement US, puis ceux du monde entier, ont décidé les jours suivants de sauver les autres institutions menacées, et surtout d'annoncer qu'ils ne laisseraient plus aucune faillite se produire afin de bloquer tout risque de panique.

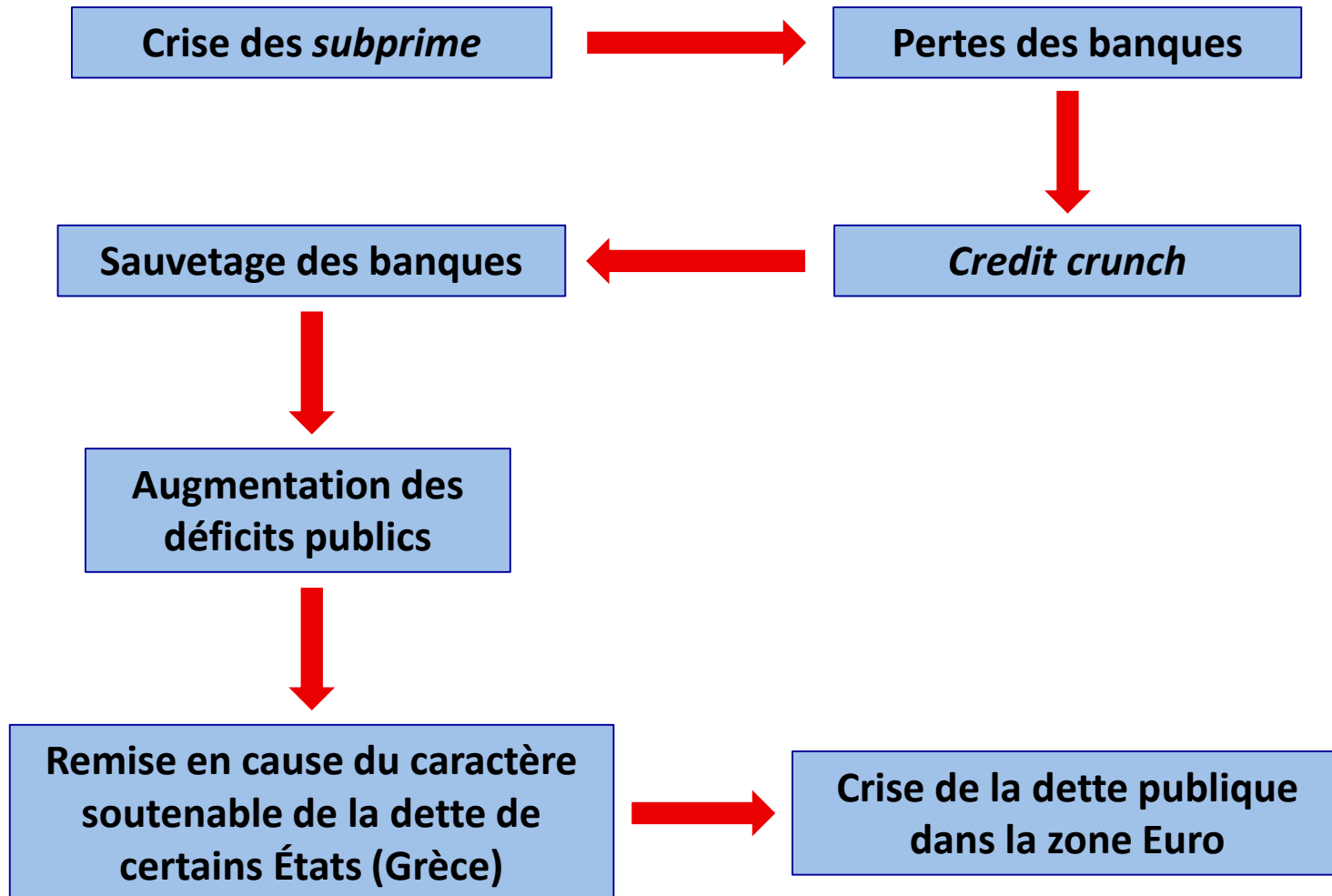
3.3.

LA CRISE DE LA ZONE EURO

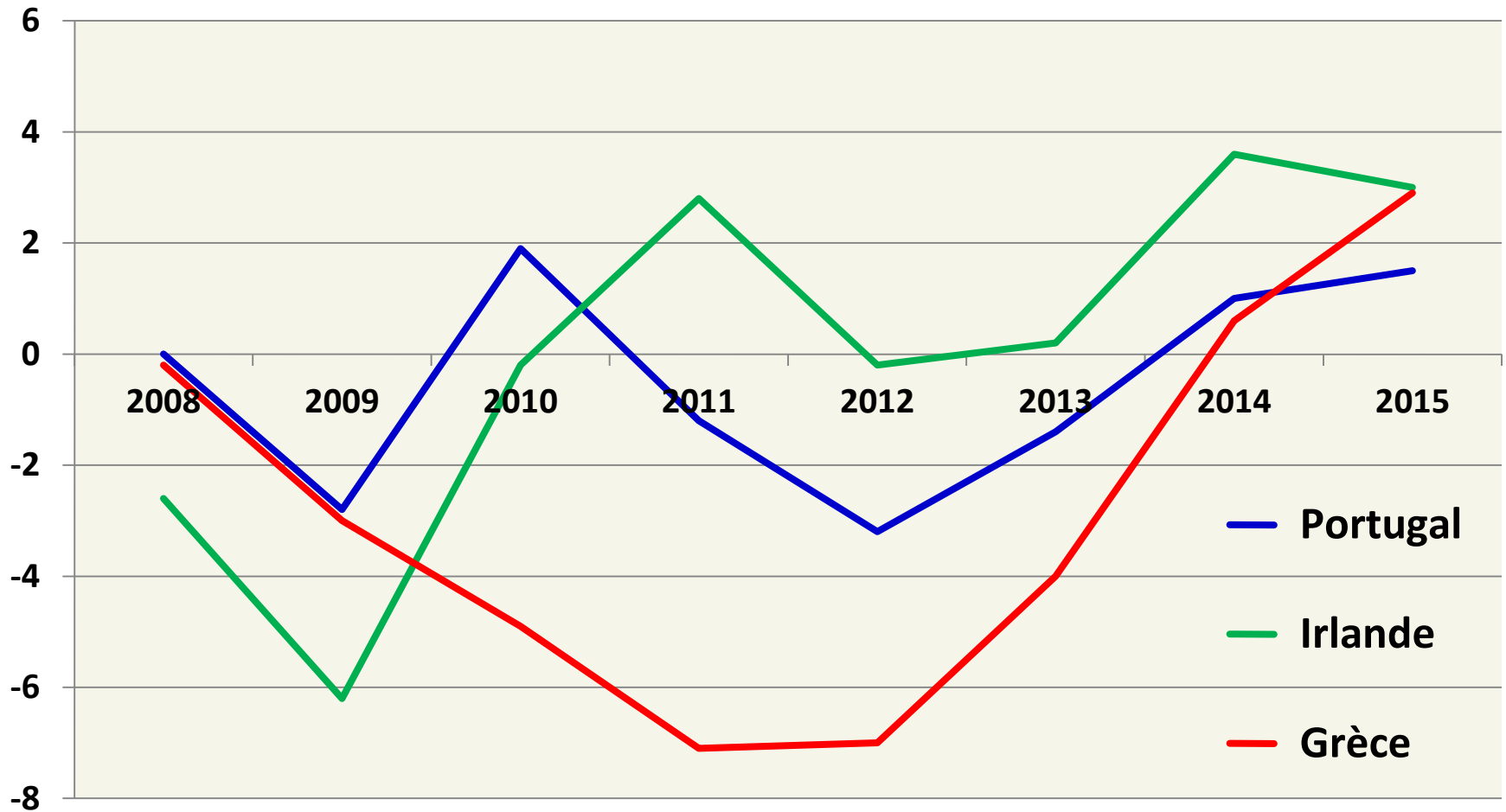
Par leur fréquence et leur intensité, les crises financières ont un impact fort sur l'économie, obligeant les États et les autorités monétaires à intervenir. Ces interventions se traduisent par un endettement croissant qui pose la question de la soutenabilité de la dette publique.

La crise de la zone euro illustre la façon dont les crises financières peuvent fragiliser les États.

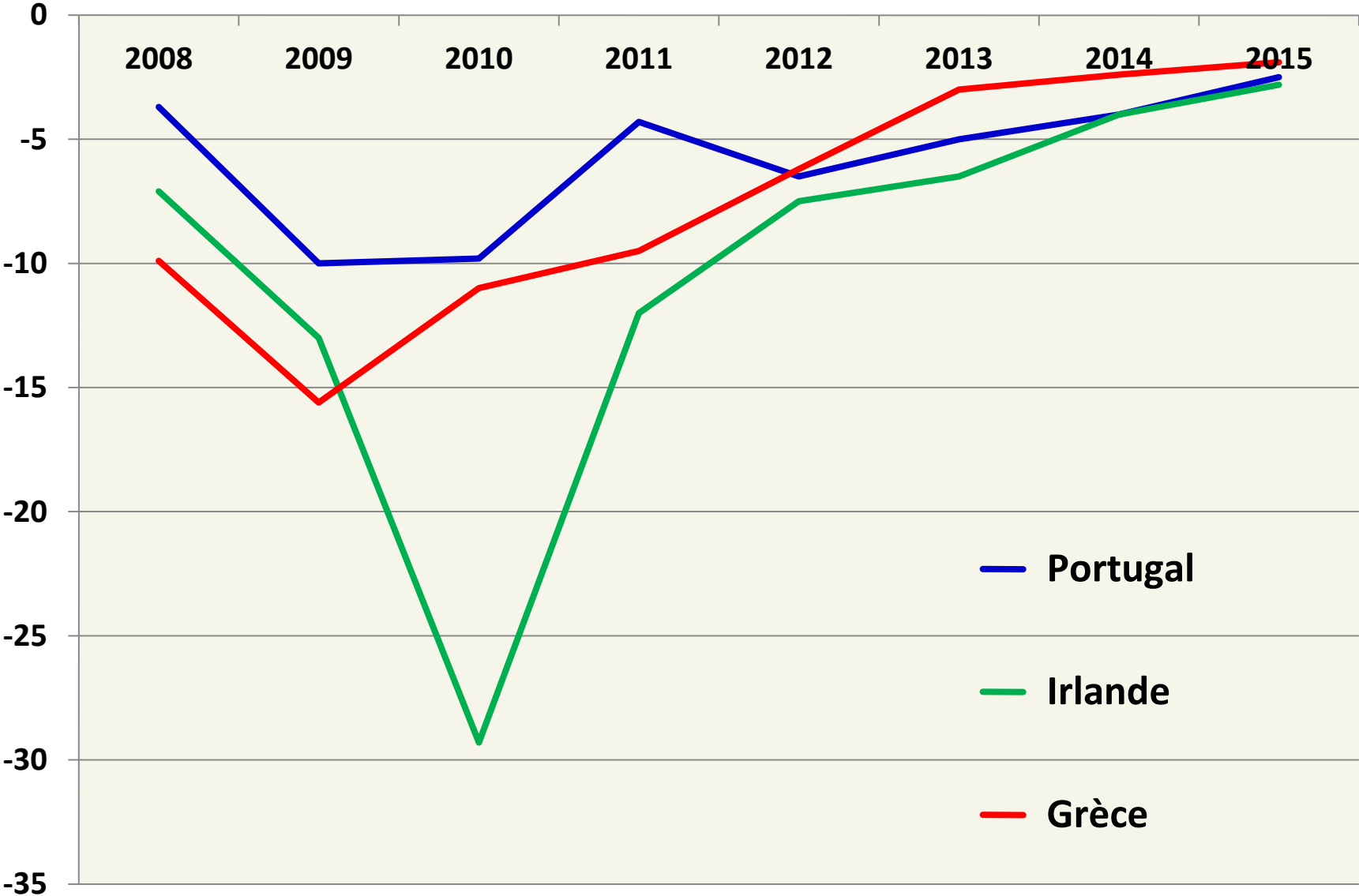
DE LA CRISE FINANCIÈRE À LA CRISE DE LA DETTE



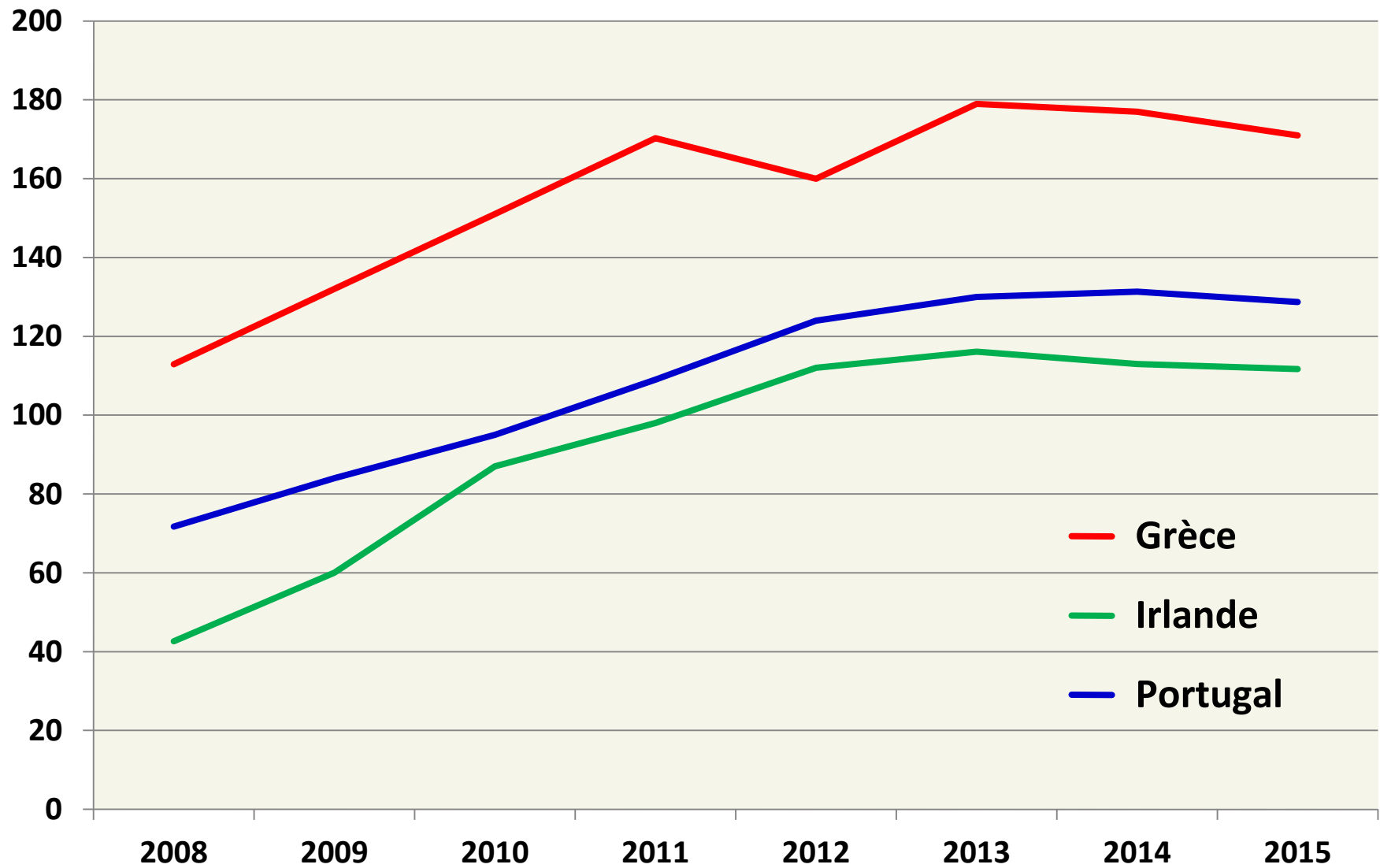
CROISSANCE (EN % DU PIB)



DÉFICIT PUBLIC (EN % DU PIB)



DETTE PUBLIQUE (EN % DU PIB)



LE PARADOXE DES CRISES FINANCIÈRES

Chaque crise financière marque un brusque retour à la réalité après une période d'enthousiasme collectif pour une formule d'enrichissement facile. **À chaque fois, jouent des mécanismes similaires avec des conséquences que l'on pourrait croire prévisibles.** Le paradoxe est qu'à chaque fois, on oublie les enseignements qui auraient dû être tirés de la crise passée.

Les exemples récents le confirment. En 1997, on assiste à la fin de l'engouement pour une région du monde, l'Asie du Sud-Est, qu'on avait cru être un nouvel eldorado. En 1998, les bons du Trésor russe (GKO) font l'objet d'une brutale défiance après qu'ils ont été très recherchés pour leurs taux d'intérêt extrêmement élevés. En 2000, les opérateurs de marché se détournent massivement des valeurs Internet qui peu de temps auparavant leur paraissaient si prometteuses. En 2007, ils prennent brusquement conscience de l'opacité des produits titrisés et structurés juste après en avoir attendu des miracles.

Le paradoxe des crises financières est que les symptômes qui les annoncent ne sont jamais identifiés à temps. Elles provoquent des turbulences qui peuvent être considérables, mais, une fois le calme revenu, on en oublie vite les leçons.

Début 2016, différents facteurs d'incertitude alimentent le pessimisme des marchés quant à l'éventualité d'une nouvelle crise.

Ralentissement de la croissance chinoise



Dévaluation du Yuan



Hausse du dollar



Inquiétudes géopolitiques



Effondrement du cours du pétrole



Risque de faillites dans l'industrie pétrolière



Risque de pertes élevées pour les banques

Menace d'un « Brexit »