

## Crises financières et régulation du système financier

### Le programme

Questionnement	Objectifs d'apprentissages
<p>Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Connaître les principales caractéristiques de la crise financière des années 1930 et de celle de 2008 (Effondrement boursier, faillites en chaîne, chute du PIB et accroissement du chômage).</li> <li>- Comprendre et savoir illustrer la formation et l'éclatement d'une bulle spéculative (comportements mimétiques et prophéties auto réalisatrices).</li> <li>- Comprendre les phénomènes de panique bancaire et de faillites bancaires en chaîne.</li> <li>- Connaître les principaux canaux de transmission d'une crise financière à l'économie réelle : effets de richesse négatif, baisse du prix du collatéral et ventes forcées, contraction du crédit.</li> <li>- Connaître les principaux instruments de régulation du système bancaire et financier qui permettent de réduire l'aléa moral des banques : supervision des banques par la banque centrale, ratio de solvabilité.</li> </ul>

### Plan de l'intervention

#### **PARTIE 1 : Une synthèse des savoirs scientifiques relatifs au programme**

Introduction : Qu'est-ce qu'une crise financière ?

##### **1. De la mise en évidence d'un idéal-type de la crise financière**

1.1. *Gonflement des bulles spéculatives et paradoxe de la tranquillité*

1.2. *De l'euphorie à la panique : éclatement des bulles spéculatives et crise bancaire*

1.3. *De la crise financière à la crise économique : les canaux de transmission à l'économie réelle*

##### **2. Une illustration du modèle explicatif des crises financières à partir de deux crises emblématiques**

2.1. *La crise de 1929 : une crise déflationniste*

2.2. *La crise de 2008 : une crise systémique*

##### **3. Réguler le système financier et maîtriser l'instabilité financière**

3.1. *Politique microprudentielle : introduction de ratios de solvabilité, séparation bancaire et lutte contre l'aléa moral*

3.2. *Politique macroprudentielle et prévention du risque systémique*

#### **PARTIE 2 : Une proposition de transposition didactique et d'interprétation des OA du questionnement de terminale**

## PARTIE 1 : Une synthèse des savoirs scientifiques relatifs au programme

### Introduction : Qu'est-ce qu'une crise financière ?

On parle de **crise financière** lorsque s'articulent, de manière variable, une crise boursière, une crise bancaire, une crise de change. Autrement dit, lorsque sont gravement perturbées à la fois la valeur des actifs financiers, la monnaie sur le plan interne et externe.

↳ La **crise de 1929**, par exemple, débute par une crise boursière (le krach d'octobre 1929 à Wall Street), se prolonge en crise bancaire (ruée aux guichets, faillites bancaires) et en crise de change (dévaluation du dollar en 1931).

↳ Lors du **krach de 1987**, le déclenchement se trouve plutôt du côté des changes (incapacité à gérer l'atterrissage en douceur du dollar), puis se manifeste par un effondrement boursier qui a un impact limité sur les banques grâce à l'intervention vigoureuse des banques centrales.

↳ La **crise de 2007-2008** est d'abord une crise bancaire (crise des crédits subprimes, faillite de Lehman Brothers) qui se développe à travers une forte baisse du cours des actifs financiers et qui a un impact sur les changes (crise de l'euro).

Comme le souligne **Michel AGLIETTA** (*La crise. Les voies de sortie*, 2010) on ne peut véritablement parler de crise financière que depuis le XVII<sup>e</sup> siècle « *quand commence à exister une accumulation du capital destinée à des aventures capitalistes, c'est-à-dire lorsque des individus, obéissant à l'esprit d'entreprise, cherchent à réaliser un profit rapide en engageant des sommes d'argent très importantes dans des paris qui sont risqués* ».

↳ L'épisode historique le plus emblématique restera sans doute la « tulipomania » qui donna la fièvre aux Hollandais pas moins de trois années durant, de 1634 à 1637. Les bulbes de Tulipes fraîchement importés du Levant s'y échangeaient à des prix totalement délirants (« *l'équivalent d'un carrosse neuf de ses deux chevaux et de leur harnais* » écrivait **John Kenneth GALBRAITH** dans *Une brève histoire de l'euphorie financière*, 1990), jusqu'à ce que la bulle éclate et plonge le pays dans une dépression durable.

↳ La « tulipomania » de 1637 est donc un événement marquant. Elle se produit à une époque et en un lieu (les Provinces-Unies) où le capitalisme marchand prend son essor. On y voit une spéculation se déclencher sur les bulbes de tulipes. Les acheteurs, une fois le phénomène amorcé, n'ont qu'un objectif : acheter des bulbes et les revendre plus tard. On est en présence d'une bulle alimentée par des comportements autoréalisateurs. Puis un retournement se produit dont on ne connaît pas exactement la cause : les anticipations s'orientent à la baisse précipitant les ventes et provoquant l'effondrement des cours. Ceux qui avaient vendus ou mis en gage leurs biens pour spéculer sont ruinés et le krach des tulipes provoque une récession.

Au cours des presque quatre siècles qui se sont écoulés depuis cette crise de la tulipe, la même séquence d'événements s'est reproduite souvent : on passe, selon le titre du livre d'**André ORLEAN**, de l'euphorie à la panique (*De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, 2009).

↳ En 1720 se produisent presque simultanément la faillite de la Compagnie des mers du sud en Angleterre et de la compagnie des Indes (le « système de John Law ») en France. Puis tout au long du XIX<sup>e</sup> et du XX<sup>e</sup> siècles, selon une périodicité variable, les crises financières marquent l'histoire économique.

↳ Le grand historien américain de la finance, **Charles KINDLEBERGER** (1910-2003), a intitulé son livre consacré à l'histoire des crises financières : *Manias, Panics and Crashes* (1978). On retrouve donc la même idée : l'enthousiasme excessif conduit à une exubérance financière, puis à un retournement, enfin à un effondrement des cours.

**Charles KINDLEBERGER** recense trente et une années de crises financières au cours de la période 1720-1987, touchant l'Europe dans un premier temps (en particulier l'Angleterre, la France, les Pays-Bas), les États-Unis à

partir de 1819 (touchés ensuite par plus de dix crises boursières au cours de la période). Au cours de cette période, c'est bien sûr la crise de 1929 qui fut la plus sévère et la plus lourde de conséquences au niveau de l'économie réelle, plongeant le monde entier dans la profonde dépression des années 1930 et provoquant une véritable fermeture des économies au niveau des échanges, tant commerciaux que financiers. Les années 1950 et 1960 ont à leur tour été des années de vives tensions sur le marché des changes qui atteindront leur paroxysme au début des années 1970 avec l'éclatement du système de change fixe de Bretton Woods. Les chocs pétroliers successifs de 1973 et 1979 accoucheront également de vives tensions financières en raison de l'inflation et de la stagnation qu'ils vont alimenter. C'est dans ce contexte de vives tensions que les marchés de capitaux vont reprendre leur envol, à la fin des années 1970 aux États-Unis et au début des années 1980 en Europe et au Japon. Les agents ont besoin de nouveaux instruments financiers pour parer à cette instabilité économique. Le développement des nouvelles technologies va constituer un formidable accélérateur. Quelques années plus tard cependant, ce sera le krach financier de 1987 suivi dans les années 1990-2000 par une succession de crises bancaires et de crises de change, jusqu'à la fameuse crise des *subprimes* en 2007, débouchant sur la crise financière et économique jugée la plus sévère depuis celle de 1929.

Dans cette même logique, en 1999, l'économiste américain [Paul KRUGMAN](#) publie un ouvrage qui a eu à l'époque un grand retentissement : *Pourquoi les crises économiques reviennent toujours ?*

↳ Il défend dans ce livre l'hypothèse que la montée en puissance de la finance mondiale conduit à une instabilité économique croissante et à la récurrence des crises. Pour Krugman, l'explication du « retour » régulier des crises repose sur la difficulté politique à réguler la mondialisation notamment financière.

↳ Son ouvrage fait suite à l'épisode de la crise financière et cambiaire qui frappe les pays asiatiques en 1997-1998. Si les crises sont récurrentes au cours des 25 dernières années, c'est en raison du fait qu'elles prennent un caractère de plus en plus systémique (et qu'elles sont donc endogènes). Se pose alors une question inédite de gouvernance : comment réduire l'instabilité financière pour réduire la récurrence et la gravité des crises ?

Il faut par ailleurs souligner que si les mécanismes généraux des crises financières sont semblables, on doit aussi insister avec [Pierre-Cyrille HAUTCOEUR](#) sur le fait que « *chaque grande crise est effectivement différente et que seule une compréhension détaillée des mécanismes économiques, mais aussi sociaux et politiques, qui les animent permet de rendre compte et de tirer des leçons - en termes de capacité à comprendre et à s'adapter - des crises passées* ». (« Chaque crise est différente », *Economie et statistique*, 2010)

Le fil directeur ainsi déterminé, cette première partie se structurera autour de trois temps forts :

- ➊ Dégager un modèle explicatif des crises financières pour rendre compte de sa survenance, son déroulement et sa propagation à l'économie réelle.
- ➋ Puisque chaque crise est différente et que le programme de terminale invite à en présenter particulièrement deux qui ont marqué l'histoire financière. Il s'agira d'en présenter les caractéristiques spécifiques mais également de montrer que le modèle dressé en amont jouit d'une forte portée heuristique pour en analyser leur déroulé.
- ➌ Enfin, la récurrence des crises financières invite à penser la régulation du système financier pour en réduire l'instabilité endogène.

## 1. De la mise en évidence d'un idéal-type de la crise financière

Le schéma explicatif de l'instabilité financière peut être résumé en trois termes qui constituaient le titre d'un livre de [Vivien LEVY-GARBOUA](#) et [Gérard MAAREK](#) : *La dette, le boom et la crise* (1985).

↳ Quand la situation économique est satisfaisante (croissance soutenue, faible inflation, faible taux d'endettement des entreprises et des ménages), on assiste à un gonflement des taux d'endettement qui alimente la consommation et la production, et qui favorise la croissance effective.

↳ Dans un second temps, la croissance débouche sur un « boom », c'est-à-dire une période de surchauffe de l'économie. La croissance effective devient supérieure à la croissance potentielle, induisant des tensions

inflationnistes (surévaluation du prix des actifs). À un certain moment, la bulle de prix formée éclate révélant un endettement réel excessif. Les agents adoptent des stratégies de liquidation de leurs actifs pour se désendetter mais cela accroît la tendance baissière des cours d'actifs. On passe du boom à la crise sous l'effet du cycle de crédit.

↳ Enfin, selon une logique d'accélérateur financier, l'effet de richesse négatif induit par l'éclatement de la bulle spéculative conduit les agents économiques (banques, ménages, investisseurs) à une prudence excessive et récessive.

### 1.1. Gonflement des bulles spéculatives et paradoxe de la tranquillité

On est en présence d'une **bulle spéculative** sur un marché lorsque le prix d'un actif s'éloigne durablement et cumulativement de son prix d'équilibre. Le gonflement de la bulle implique un risque d'éclatement et de retour brutal à l'équilibre, voire de surréaction qui ferait baisser le cours de l'actif bien en deçà de son cours d'équilibre.

#### ❶ La formation et l'explosion de bulles spéculatives entrent en contradiction avec la théorie néoclassique standard et l'hypothèse d'efficacité des marchés

L'économiste américain **Eugène FAMA** (Prix Nobel d'économie en 2013) développe la **théorie des marchés efficaces** à partir de 1970 (*Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Works*).

↳ Son analyse repose sur une hypothèse centrale selon laquelle **le marché est efficace si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur le marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif**. Fama inscrit son modèle dans le cadre de l'hypothèse d'un avenir probabilisable au sens de **Franck H. KNIGHT** (*Risk, uncertainty and profit*, 1921) en supposant que les marchés produisent des contrats complets. FAMA distingue **trois catégories d'efficacités** qui correspondent à des fonctions différentes du marché :

- L'efficacité allocationnelle** selon laquelle le marché est en mesure d'allouer l'épargne vers les usages les plus productifs. Le marché sélectionne ainsi les émetteurs de titres qui ont les projets d'investissements les plus prometteurs. Les capitaux qui transitent sur le marché financier contribuent donc efficacement au financement de la croissance.
- L'efficacité opérationnelle** selon laquelle le marché financier permet aux offreurs et aux demandeurs de capitaux de se rencontrer à moindre coût.
- L'efficacité informationnelle** qui implique que toute l'information susceptible d'influencer le prix d'un actif financier est prise en compte par les opérateurs dans leurs stratégies et leurs anticipations.

**Selon FAMA, l'efficacité informationnelle est centrale et les deux premières dépendent d'elle<sup>1</sup>. Considérer le marché financier est efficace veut dire que le prix des actifs ne peut durablement s'éloigner de la valeur de ses fondamentaux.** Pour une raison ou une autre, si le cours d'un actif financier s'éloigne de sa valeur d'équilibre, les comportements des agents doivent conduire à un retour à l'équilibre. Si le cours baisse anormalement il sera acheté par les spéculateurs (ce qui devrait le faire remonter) et si un cours s'élève anormalement il sera vendu par les spéculateurs (ce qui devrait le faire baisser). **Autrement dit, la spéculation a des vertus stabilisatrices et le marché produit des forces centripètes.**

<sup>1</sup> Toutefois, ces trois types d'efficacité s'articulent lorsque plusieurs conditions sont réunies :

- les agents doivent être rationnels et cherchent à maximiser leurs espérances de gains en intégrant les risques associés à leurs choix.
- l'information doit être symétrique, circuler librement et être gratuite.
- Les coûts de transactions doivent être nuls (ce qui implique une absence de taxation sur les activités financières).
- le marché doit être atomistique (aucun agent ne doit, du fait de ses choix et à lui seul, peser sur le prix des actifs).

## ② La mise en évidence d'une anomalie au sens de Kuhn : comment rendre compte de la formation des bulles spéculatives ?

**Thomas KUHN** définit, dans *La Structure des révolutions scientifiques* (1962), les anomalies comme des énigmes non ou partiellement résolues mettant en défaut les conditions d'application du paradigme en place. Dans le cas des bulles spéculatives, alors que les agents sont informés de la surévaluation des actifs, ceux-ci considèrent malgré tout que la hausse des actifs va se poursuivre. Ils continuent en conséquence, de spéculer à la hausse car les gains espérés compensent le risque pris.

↳ Nous sommes ainsi face à **un paradoxe : sur un marché efficient et avec des agents rationnels, le prix de marché s'éloigne de son niveau d'équilibre au lieu de s'en rapprocher.**

Ce paradoxe a notamment été mis en évidence dans le célèbre article « *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets* » (1980) de **Sanford GROSSMAN** et **Joseph STIGLITZ**

↳ L'article propose un modèle dans lequel les agents cherchent à anticiper rationnellement les prix en ayant la possibilité de s'appuyer soit sur leur information privée soit sur le prix qui agrège l'ensemble des informations reçues. Les agents sont preneurs de prix à savoir qu'ils n'ont pas conscience de l'influence que leurs actes ont sur les prix.

↳ **Si les prix sont efficients, alors le meilleur signal est le prix.** L'information individuelle est inutile puisqu'elle est toujours de moins bonne qualité que le prix. Les spéculateurs pour fonder leur estimation du prix futur vont par conséquent s'appuyer sur le prix plutôt que sur leur information privée. Ce faisant, l'efficience informationnelle engendre un paradoxe puisque les acteurs ne sont plus incités à rechercher de l'information privée, alors même que l'efficience des prix n'existe que si les agents se sont informés préalablement. Pour qu'un agent soit incité à rechercher de l'information, il est nécessaire que les cours ne soient pas efficients.

Dans un article de 1984 (*Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers*), **Oliver BLANCHARD** et **Mark WATSON** apportent des premiers éléments d'explication à ce paradoxe.

**Les auteurs ont montré que les bulles pouvaient être compatibles avec les anticipations rationnelles.** Cette théorie aboutit à trois résultats :

- À court terme, la valeur d'un actif peut connaître une multiplicité de solutions d'équilibre.
- La divergence entre la valeur de marché d'un actif et sa valeur fondamentale peut être croissante.
- La valeur d'un actif dépend de sa propre valeur anticipée, les anticipations deviennent autoréalisatrices.

Pour **BLANCHARD**, la bulle peut être parfaitement compatible avec un comportement rationnel des opérateurs. Prenons l'exemple du marché des changes (et notamment du dollar) : les opérateurs savent que la monnaie est surévaluée par rapport aux fondamentaux (ex : le \$ de 1983 à 1985) mais ont intérêt à acheter la devise aussi longtemps que le risque de perte imputable à la surévaluation est plus faible que le gain susceptible d'être réalisé grâce à la poursuite de la hausse. **Les anticipations s'auto réalisent et le marché est efficient dans la mesure où il anticipe correctement l'évolution du change dans cet exemple, et des actifs en général.** Cependant, comme les rumeurs versatiles l'emportent sur les calculs rationnels, on enregistre un retournement des anticipations et la bulle finit par éclater.

D'autres analyses, dans la lignée de la réflexion de Keynes, insistent sur les comportements mimétiques et mettent en avant l'hétérogénéité des opérateurs (experts de la finance et profanes) et de leurs interactions. Elles apportent un éclairage complémentaire et très utile pour comprendre la formation de bulles de prix.

↳ **Attention**, les bulles spéculatives sont dans ce cadre, **qualifiées abusivement de « bulles irrationnelles »** en ce sens que la majorité des opérateurs **prennent leurs décisions en ignorant ou en minorant l'importance des déterminants fondamentaux.** Mais, la distinction entre « bulle rationnelle » et « bulle irrationnelle » doit toutefois être nuancée. En particulier, en situation de forte incertitude, **il semble rationnel d'adopter un comportement mimétique, puisque le comportement des autres opérateurs (les plus informés) est l'information la moins coûteuse et la plus accessible.**

↳ Ces analyses renouent avec l'idée keynésienne de l'importance du mimétisme en période d'incertitude sur les marchés financiers. **KEYNES** illustre cette idée avec l'exemple du concours de beauté (1936) : l'élection



de la plus belle fille résulte d'un vote, pour inciter le public à voter, les organisateurs promettent un cadeau à celui qui aura voté dans l'ordre pour le trio gagnant. Le **comportement rationnel de celui qui veut le cadeau n'est pas de voter selon ses préférences, mais selon ce qu'il pense être les préférences moyennes des votants.** ⇒ **André ORLEAN** (*Comportements mimétiques et diversité des opinions sur les marchés financiers*, 1989) parle de **contagion mimétique des anticipations**. Quand pour former leurs anticipations, les agents ont le choix entre acquérir une information en la payant, ou l'obtenir gratuitement ne se basant sur le prix du marché, c'est généralement la seconde solution qui est retenue. « *Si on se trouve dans une situation d'imitation généralisée, dans laquelle chacun copie l'autre en croyant qu'il détient l'information, alors qu'aucun agent n'est informé, le prix qui se forme ne reflète que la 'psychologie du marché' et ne contient aucune autre information. On est en présence d'un processus d'anticipations 'auto réalisatrices' dans lequel un prix va s'auto confirmer, même s'il s'éloigne de plus en plus de son niveau d'équilibre fondamental.* »

↳ Les opérateurs qui voient sur leurs écrans les cours baisser (monter) sans en connaître les causes se disent que les autres opérateurs doivent avoir des informations qu'eux n'ont pas, et tels des **moutons de Panurge** se mettent eux aussi à vendre (acheter) ; cela précipite la baisse (hausse) des cours, laquelle déclenche à son tour des ventes (achats) par les assureurs de portefeuille. Et la baisse (hausse) nourrit la baisse (hausse). Pour réussir, il faut se préoccuper non de la valeur véritable d'un actif mais de la valeur que le marché, sous l'influence de la psychologie des masses, lui attribuera dans le futur proche. **Il ne sert à rien d'avoir raison contre la majorité. Si la majorité pense que le prix va monter, le prix monte, il est rationnel d'acheter. Un acteur doit se décider en fonction non de ce qu'il pense mais de ce que les autres pensent. Ce jeu de miroir à l'infini laisse l'évaluation finale indéterminée.**

**Remarque – Attention à ne pas laisser penser aux élèves que la spéculation est nécessairement nocive !**

La **spéculation** peut se définir comme « **l'achat (ou la vente) de marchandises en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure** » (**Nicholas KALDOR**, *Spéculation et stabilité économique*, 1939).

La spéculation joue un rôle positif dans la mesure où les spéculateurs acceptent de supporter un risque que d'autres agents économiques n'acceptent pas. **Mais quand les comportements spéculatifs deviennent relativement plus importants parmi l'ensemble des opérations économiques, la spéculation devient déstabilisatrice.** On entre alors dans « *une économie de casino* » selon la formule de **J. M. KEYNES**.

❶ **En définitive, il apparaît que le système financier est par nature instable (l'hypothèse de l'instabilité financière)**

A l'origine des crises financières, il **y a toujours des périodes de prospérité et d'équilibre économique**. Les agents sont optimistes et peu endettés en moyenne, l'activité économique se développe ce qui encourage l'épargne et la création d'entreprise.

↳ C'est la période où se manifeste le « **paradoxe de la tranquillité** » analysé par **Hyman MINSKY** (1919-1996) dans *Stabilizing an Unstable Economy* (1986).

**Hyman MINSKY offre une interprétation de la Théorie générale de KEYNES à travers son hypothèse d'instabilité financière.**

↳ Le point de départ de son apport se réfère à l'argument de Keynes selon lequel l'économie se caractérise non seulement par un chômage persistant mais aussi par une instabilité persistante. Cette instabilité est **systématique et non le fruit de chocs exogènes aléatoires**. Elle est liée aux forces déséquilibrantes des marchés financiers qui affectent principalement la valorisation des actifs par rapport au coût de l'investissement.

↳ Lorsque les anticipations pour le futur sont optimistes, le prix des actions augmente, ce qui rend possible l'accès à la finance pour les agents à besoin de financement. En d'autres termes, le prix des actions, en tant que somme actualisée des profits futurs, joue le rôle de collatéral contre lequel des entreprises peuvent emprunter sur les marchés financiers ou auprès des banques.

↳ Cependant, **la valorisation des actions se base sur des éléments incertains et est donc très sensible au degré de confiance des marchés quant au futur de l'économie.** Ainsi, lorsque les marchés estiment que la performance économique réalisée est moindre que celle anticipée dans les cours d'actions, alors ces derniers sont perçus comme surévalués et **les marchés financiers qui étaient jusque-là un stimulant se mettent à freiner l'économie.** Initialement tirée par la dette, l'économie devient accablée par son endettement excessif.

L'hypothèse de MINSKY met en avant **trois types d'emprunteurs (et donc trois types de financement) dans leur relation entre endettement et revenus :**

① **Le financement couvert (*hedge financing*) :** les flux de trésorerie générés par l'entreprise endettée sont supérieurs au service de la dette (paiements des intérêts et du principal).

② **La finance spéculative :** les flux de trésorerie sont suffisants pour assurer le paiement des intérêts mais ne permettent pas de rembourser le principal. Dans ce cas, les entreprises doivent émettre de nouvelles dettes pour assurer le remboursement des dettes arrivées à leur terme (on parle de « *roll over debt* »).

③ **Le financement de Ponzi (*Ponzi finance*) :** les flux de trésorerie générés ne suffisent ni au paiement des intérêts ni au remboursement du principal. Dans ce cas, l'entreprise doit soit s'endetter davantage, soit vendre des actifs pour faire face à leurs engagements.

**Le système financier va générer des cycles économiques en alternant des phases de stabilité, dans lesquelles le financement couvert est dominant, et des phases d'instabilité, caractérisée par des financements spéculatifs ou de Ponzi.**

↳ Sur des périodes d'expansion très longues, l'économie passe de relations financières qui créent un système stable, à des relations financières qui créent un système instable. En particulier, sur de longues périodes de prospérité, les économies tendent à évoluer d'une structure financière dominée par des unités qui ont des financements couverts vers une structure dans laquelle les unités engagées dans de la finance spéculative ou de Ponzi ont une part importante. **En d'autres termes, plus la phase d'expansion est longue, plus grands sont les déséquilibres liés au surendettement, et plus violent est l'ajustement qui s'ensuit.**

L'hypothèse d'instabilité financière développée par MINSKY se situe dans la mouvance des réflexions de **Friedrich HAYEK** (1899-1992) et **Irving FISHER** (1867-1947) en tant qu'elle vise à **penser le caractère endogène de l'instabilité du système financier.** Celle-ci est inhérente au système économique capitaliste. En ce sens, elle invalide l'hypothèse d'une efficacité des marchés financiers chère à la théorie néoclassique standard.

⇒ **CAR : si les marchés étaient parfaitement efficaces, il y aurait une augmentation des primes de risque donc des taux d'intérêt, ce qui devrait avoir pour effet de calmer l'emballement spéculatif. Mais dans le climat euphorique, renforcé par les comportements mimétiques des agents les marchés n'envoient pas les bons signaux.**

⇒ Bien mieux, comme l'a notamment montré **John Kenneth GALBRAITH** (1908-2006), lorsque des avertissements sont lancés par des experts clairvoyants, ils ne sont pas entendus. **Dans ce contexte, on assiste à une accumulation de dettes (publiques et/ou privées) et à une fragilisation du bilan des banques et des autres institutions financières qui détiennent (sans en prendre conscience) des actifs de très médiocre qualité dans leur de leur bilan.**

---

## **1.2. De l'euphorie à la panique : éclatement des bulles spéculatives et crise bancaire**

---

Dans son livre relatif à l'histoire des crises financières déjà évoqué - *Manias, Panics and Crashes* (1978) – **Charles KINDELBERGER** utilise le terme de « *Manias* » qui signifie en anglais « folie » ou « fureur ». **Mais nous venons donc de montrer que cette phase d'euphorie résultant de comportements mimétiques ne doit pas être expliquée par des comportements irrationnels.**

↳ Les stratégies des agents sur les marchés financiers sont parfaitement rationnelles mais elles conduisent toutefois à la montée du risque à un éloignement cumulatif du prix des actifs par rapport à leur valeur fondamentale. La hausse des cours des titres, des taux de change, des prix des matières premières et/ou des actifs immobiliers ne peut durer éternellement.

↳ Il vient toujours un moment où les anticipations se retournent à la baisse. On a pris l'habitude de parler du « moment Minsky » pour désigner cette période où les anticipations haussières se transforment en anticipations baissières.

Ainsi, le « boom » du crédit (sa croissance rapide) alimente aussi souvent des bulles spéculatives, entraînant une détérioration de la qualité des crédits octroyés par les banques. **Lorsque les bulles s'effondrent et que les emprunteurs ne sont plus en mesure de rembourser leurs prêts, il en résulte une augmentation des créances non performantes qui peut rendre les banques insolubles. C'est pourquoi il convient d'accorder une attention particulière aux mécanismes sous-tendant une crise bancaire pour comprendre une crise financière.**

↳ Les « booms » du crédit sont **facilités par la libéralisation des mouvements internationaux des capitaux qui caractérisent les phases de mondialisation financière** (**Carmen REINHART** et **Kenneth ROGOFF**, *This Time is Different : Eight centuries of Financial Folly*, 2009). La mondialisation financière facilite en effet les entrées de capitaux – y compris de capitaux spéculatifs à la recherche de gains rapides – qui sont à l'origine des « booms » du crédit, aboutissant souvent à des bulles spéculatives qui fragilisent les banques. Elle facilite aussi la fuite des capitaux en cas de perte de confiance, qui peut exacerber les situations instables, précipitant ainsi une économie dans une crise bancaire.

Une **crise bancaire** reflète d'abord une **crise de confiance entre les banques et les déposants. Les déposants se précipitent, souvent dans un mouvement de panique (bank run), pour retirer leurs dépôts, si bien que la banque affectée n'est pas en mesure d'y faire face.** Si plusieurs banques sont touchées simultanément, on est confronté à une **crise bancaire systémique**.

↳ Une **crise de confiance survient lorsqu'une banque est perçue comme défaillante**, c'est-à-dire comme inapte à honorer ses engagements envers ses déposants ou autres créanciers. Cette défaillance peut être la résultante de deux situations :

① La **dévalorisation d'une partie du portefeuille de la banque**, qui rend la valeur de ses actifs inférieure à celle de ses engagements. Cela implique que **la banque devient insolvable**. Pour rappel, une **crise de solvabilité** est une situation dans laquelle certains agents économiques ont des dettes supérieures à leurs actifs. Lorsqu'elles affectent le système bancaire, les crises de solvabilité ont de telles conséquences que les interventions de la banque centrale et l'Etat peuvent s'avérer indispensables.

② **L'impossibilité pour la banque d'honorer ses engagements**, même si la valeur de ceux-ci n'excède pas celle de ses actifs. Cela implique que **la banque devient illiquide**. Pour rappel, une **crise de liquidité** est une situation dans laquelle certains agents économiques ne disposent plus à un moment donné des ressources nécessaires à la continuité de leur activité économique. Pour le secteur bancaire, une crise de liquidité désigne l'insuffisance de disponibilités de monnaie en banque centrale. Il est alors impossible pour les banques d'assumer leurs règlements de compensation et d'assurer les retraits de leurs clients.

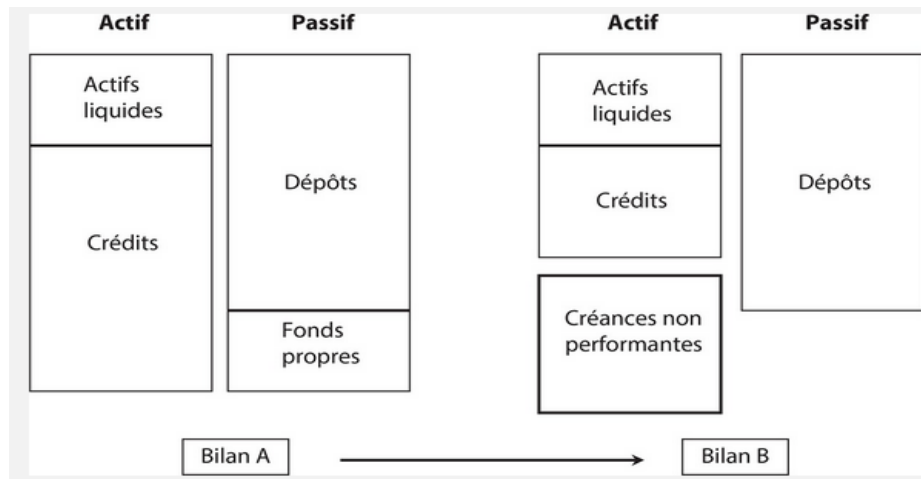
La crise de liquidité bancaire peut être associée à un événement extérieur mais également être provoquée par **les croyances des déposants à propos de la santé financière de la banque qui agissent telles des prophéties autoréalisatrices** (③).

### ① Insolvabilité bancaire à cause d'un montant élevé de créances non performantes

La cause la plus courante d'une défaillance du premier type, où la banque devient insolvable, est l'impossibilité des clients auxquels la banque a octroyé des crédits de rembourser leurs dettes comme prévu (**risque de crédit**). Une deuxième cause d'insolvabilité est la dévalorisation des titres détenus par la banque, dans le cas, par exemple, d'un défaut de paiement sur ces titres (**risque de marché**)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Les banques sont exposées à **trois types de risques** depuis l'essor des marchés de capitaux et à la montée en puissance des investisseurs institutionnels (**Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN**, *Monnaie, banques, finance*, 2012). Concurrencées à la fois du côté de leur activité d'octroi de crédits et de la collecte de dépôts, les banques ont dû faire face à l'érosion de leurs marges et ont été





Source : Moïse SIDIROPOULOS, Aristomène VAROUDAKIS *Macroéconomie en pratique*, édition Dunod, 2019

### Remarque – Lire un bilan comptable simplifié

⇒ En comptabilité, le **passif** exprime l'**origine des fonds dont dispose un agent économique**. Ainsi le passif du bilan d'une entreprise enregistre l'origine des capitaux dont elle dispose en différenciant les **capitaux propres** constitués par l'apport des propriétaires (actionnaires, associés) et les **dettes**.

⇒ L'**actif** correspond à tout élément du patrimoine ayant une valeur économique positive. Dans un bilan, on distingue les **actifs immobilisés** – c'est-à-dire ce qui est destiné à rester durablement dans l'entreprise (bâtiment, outils, fonds de commerce, brevets, etc.) des **actifs circulants**. Ces derniers n'ont pas vocation à rester durablement dans l'entreprise, ils correspondent aux créances clients et des disponibilités (pièces, billets, avoir sur les comptes bancaires).

Initialement, la banque est dans une situation financière saine, comme illustré par son bilan simplifié (A) en ci-dessus.

↳ L'**actif de la banque** inclut les **crédits accordés (actifs immobilisés)**, ainsi que les **actifs liquides (actifs circulants)** composés des **réserves auprès de la banque centrale** (dépôt de monnaie scripturale banque centrale sur son compte auprès de la BC), de la **monnaie fiduciaire détenue par la banque** et des **obligations d'État** détenues (considérées comme liquides parce qu'acceptées par la banque centrale comme collatéral pour le refinancement de la banque).

↳ Les engagements (**passif**) de la banque incluent les **dépôts** (dettes auprès des clients) et les **fonds propres (ou capital propre)** de la banque (*shareholder equity*) déterminés par le solde entre la valeur de l'actif et les dépôts.

Si une partie des clients de la banque n'est pas en mesure de rembourser ses prêts (**risque de crédit**), ceux-ci deviennent « des créances non performantes<sup>3</sup> ». Si leur montant n'est pas excessif, la banque peut les absorber en réduisant son capital propre, sans risque de défaut de paiement sur les dépôts.

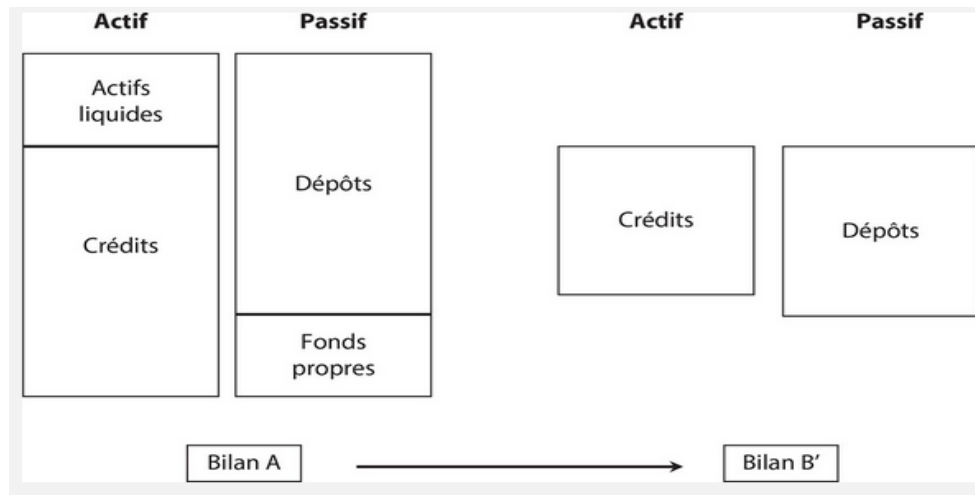
conduites à diversifier leurs activités, notamment en développant des activités d'investissement en titres sur les marchés monétaires, boursiers et obligataires. Ce faisant, elles se sont trouvées exposées à des risques de marché qu'elles n'avaient pas à gérer auparavant (risque de variation de prix des actifs qu'elles détiennent). L'adaptation des banques à leur nouvel environnement financier s'est donc traduite par une exposition à un ensemble de risques plus large qu'auparavant, au-delà de leurs **risques traditionnels de défaut et d'illiquidité** : **risque de marché** lié au développement des activités de marché, **risque opérationnel** lié à l'informatisation des procédures (une erreur humaine de mauvaise application des procédures ou une rupture liée à des problèmes informatiques exposent de fait les banques à des risques de pertes importants).

<sup>3</sup> Des prêts bancaires sont classifiés comme créances non performantes ou douteuses lorsqu'ils sont en retard de paiement de plus de 3 mois.

Mais si les créances non performantes deviennent élevées, absorbant les fonds propres de la banque, le risque de défaut de paiement des dépôts devient tangible. La banque devient alors insolvable puisque la valeur de ses actifs ne suffit pas pour honorer ses engagements (bilan B)<sup>4</sup>.

Une **crise de confiance** peut alors se déclencher, manifestée par une **ruée des déposants à la banque**. Si d'autres banques sont suspectées de se trouver dans une situation analogue, la **crise bancaire peut devenir systémique**, menaçant l'effondrement du système bancaire avec des conséquences graves pour l'économie.

## ② Manque de liquidité bancaire (retrait massif des dépôts) pouvant se transformer en crise de solvabilité



Source : Moïse SIDIROPOULOS, Aristomène VAROUDAKIS *Macroéconomie en pratique*, édition Dunod, 2019

La cause la plus courante d'une défaillance du second type, où la banque devient illiquide, est un **retrait massif de dépôts initié par les déposants**.

Il peut s'agir d'une **panique provoquée par des événements extérieurs à la banque, ou bien par les croyances des déposants concernant la santé financière de la banque**.

Ce cas est illustré par la figure ci-dessus. Initialement, la banque est dans une situation saine, comme illustré par son bilan simplifié (A). **Les retraits des dépôts provoquent une diminution des engagements de la banque mais aussi l'épuisement de ses actifs liquides, utilisés pour rembourser les dépôts. La banque devient illiquide lorsque ses actifs liquides sont épuisés.**

Si les retraits de dépôts continuent, la banque aura besoin de liquidités qu'elle pourra obtenir, dans une certaine mesure, auprès de la banque centrale. **Cette dernière remplit le rôle d'un « prêteur en dernier ressort »<sup>5</sup> pour les banques solvables afin d'éviter les crises bancaires systémiques.**

↳ Tant que la banque illiquide reste solvable, ce qui sera le cas si la valeur de ses actifs dépasse celle de ses engagements, elle pourra bénéficier d'un appui de liquidité de la banque centrale.

<sup>4</sup> Les banques constituent des provisions envers leurs créances non performantes et détiennent également du collatéral sous la forme de garanties pour les prêts octroyés. Une banque devient insolvable lorsque ces provisions et la valeur du collatéral détenu ne sont pas suffisantes pour équilibrer le bilan de la banque lorsque les créances non performantes sont radiées du bilan.

<sup>5</sup> La fonction de prêteur en dernier ressort est la fonction essentielle de toute banque centrale. Elle consiste à fournir de la monnaie banque centrale pour éviter qu'une crise de liquidité ne provoque l'effondrement du système bancaire. Selon la formule de **Michel AGLIETTA**, c'est une fonction « exorbitante du droit commun », puisqu'elle conduit à suspendre la contrainte de liquidité qui s'impose en principe à tous les agents économiques.

Cette fonction a été théorisée au XIX<sup>e</sup> siècle par **Walter BAGEHOT** (1826-1877) dans son livre *Lombard Street*. La fonction de prêteur en dernier ressort ne doit pas être confondue avec l'alimentation ordinaire du système économique en liquidités. Il ne faut pas confondre non plus la fonction de prêteur en dernier ressort des banques avec le financement éventuel de la dette publique par la banque centrale ce qui relève d'un autre débat.

↳ Si toutefois la banque se trouve obligée de vendre aussi des actifs de son portefeuille à des prix inférieurs à leur valeur sur son bilan, pour faire face aux retraits de dépôts, elle court le risque de devenir insolvable. C'est le cas lorsque la valeur de l'actif devient inférieure à celle des engagements et les fonds propres de la banque sont, en même temps, épuisés (Bilan B'). Cela la priverait de l'accès à la liquidité de la banque centrale. Une crise de liquidité peut donc se transformer en crise de solvabilité pour la banque.

### ⑤ Le rôle des croyances rationnelles dans le déclenchement d'une crise bancaire

Il est aussi possible que la crise de liquidité soit le résultat des croyances des déposants à propos de la santé financière de la banque.

↳ Si les craintes concernant sa solvabilité ne sont pas fondées, l'appui de liquidité de la banque centrale pourra probablement permettre à la banque défailante de surmonter la crise de confiance.

↳ Si toutefois ces craintes sont fondées, parce que la qualité des prêts de la banque est douteuse, l'apport de liquidités de la banque centrale ne pourra pas rétablir la confiance et ne fera « que gagner du temps » au profit des déposants qui pourront retirer leurs fonds avant la chute de la banque<sup>6</sup>.

Le rôle des croyances rationnelles dans le déclenchement des crises bancaires a été mis en évidence théoriquement par [Douglas DIAMOND](#) et [Philip DYBVIK](#) (*Bank runs, Deposit Insurance and Liquidity*, 1983).

↳ Pour ces auteurs, **une fonction importante de la banque est de créer de la liquidité, c'est-à-dire d'offrir des comptes de dépôts qui sont plus liquides que les actifs qu'elle détient**. Les agents font face à des chocs aléatoires qui affectent leur consommation. Certains vont vouloir consommer tout de suite, d'autres vont pouvoir attendre jusqu'à la période suivante. Pour financer leur consommation, ils peuvent soit retirer leurs dépôts bancaires, soit liquider leurs investissements de long terme mais cette liquidation est coûteuse.

↳ En raison de cette incertitude sur leurs besoins futurs de consommation, et ainsi sur la durée de détention des actifs, les agents demandent de la liquidité et, pour cette raison, **préfèrent investir via une banque en ouvrant un compte de dépôts plutôt que de détenir les actifs directement**. En créant des dépôts qui sont plus liquides que les actifs détenus (opération de transformation bancaire<sup>7</sup>), les banques offrent donc une assurance contre le risque de liquider un actif trop tôt avec la perte qui s'ensuit.

➡ Or, si les agents sont rationnels, ils réalisent que les banques sont des institutions financières illiquides car elles transforment des dépôts exigibles à vue en crédits qui ne sont pas immédiatement recouvrables. Dès lors, quand les déposants anticipent que d'autres déposants risquent de retirer leurs dépôts, indépendamment du bien-fondé des croyances sur la santé financière de la banque, ils ont tendance à faire de même avant que les fonds propres de la banque soient épuisés. Des phénomènes de « prophéties » ou croyances autoréalisatrices peuvent alors déclencher des crises bancaires.

En outre, ce modèle montre comment la **fragilité des banques tient donc à des problèmes potentiels en termes de coordination entre déposants**.

Les croyances auto-réalisatrices des déposants peuvent se fonder sur n'importe quel type d'événement (la littérature économique se réfère à l'apparition d'une « tache solaire » par exemple, ou « *sunspot* »). Ce type de modèles possède plusieurs équilibres et ce sont les croyances des agents qui déterminent le type d'équilibre.

<sup>6</sup> Au début de la crise des *subprimes* aux États-Unis, avant la chute de Lehman Brothers, Paul Krugman [2007] a correctement fait valoir que l'apport de liquidités de la banque centrale ne sera pas suffisant pour éviter une crise de confiance des banques si le marché anticipe que celles-ci sont confrontées à de sérieux problèmes de solvabilité.

<sup>7</sup> La **transformation bancaire** consiste à accorder des prêts à moyen terme ou à long terme à partir de ressources à court terme ou à vue. Cette activité de transformation assurée par le système bancaire et financier **permet de rendre compatibles les comportements des déposants et des épargnants** (qui préfèrent détenir des actifs liquides ou à court terme, comme cela est le cas avec le livret A par exemple) **et celui des emprunteurs** qui recherchent des crédits à une échéance plus longue (financement des investissements des entreprises ou achats de logement ou de biens durables par les ménages).

↳ Il existe un **équilibre défavorable (panique bancaire)** pour lequel chaque agent croit que les autres agents vont retirer leurs dépôts. Dans ce cas, tous les agents trouvent rationnel de retirer leurs dépôts, même ceux qui n'ont pas besoin de financer leur consommation. En conséquence, la ruée bancaire intervient et la banque devient illiquide.

↳ Il existe aussi un **équilibre favorable** pour lequel tous les agents croient qu'il n'y aura pas de panique bancaire et, dans ce cas, ils ne retirent leurs dépôts qu'en fonction de leurs besoins de consommation. La **stabilité du système bancaire est préservée**.

**Remarque – Pour aller plus loin et comprendre les modèles à équilibres multiples basés sur les défauts de coordination et les taches solaires**

(à partir de l'ouvrage de **Valérie MIGNON**, *La macroéconomie après Keynes*, 2010)

La question des défauts de coordination trouve sa source chez Keynes dans la **suppression du commissaire-priseur**. Cette approche renoue ainsi avec l'idée développée **au milieu des années 1960**, par deux économistes néokeynésiens – l'américain **Robert CLOWER** et le suédois **Axel LEIJONHUFVUD** (« Keynes et les keynésiens : proposition d'interprétation », 1967).

Un **défaut de coordination** renvoie à l'existence d'**opportunités d'échanges de biens et services mutuellement avantageux pour deux ou plusieurs agents économiques qui ne peuvent se réaliser**. Une telle situation conduit à un **résultat sous-optimal** pour l'ensemble des agents dans la mesure où il n'existe pas d'incitations individuelles permettant aux agents de choisir ensemble les stratégies qui pourraient conduire à un meilleur résultat. La présence de défauts de coordination **s'explique par la séparation des agents et l'aspect centralisé de l'économie qui peuvent alors déboucher sur la réalisation d'équilibres multiples**.

Ceci peut se comprendre aisément en recourant l'exemple de la « cacahuète taboue » proposé par **Gilles ABRAHAM-FROIS** (*Dynamique économique*, 2002). Supposons une **économie dans laquelle il n'est produit que des cacahuètes et supposons qu'un tabou interdise aux producteurs de consommer leur propre production**. Chaque producteur doit donc **trouver un autre producteur, l'échange permettant à chacun de consommer les cacahuètes de l'autre**. Si les producteurs sont séparés géographiquement, chaque producteur pense qu'il est difficile de trouver un partenaire à l'échange et produit en conséquence une faible quantité de cacahuètes. L'économie va alors fonctionner à un faible niveau d'activité et de production.

↳ En d'autres termes, **le simple jeu du marché conduit à un équilibre sous-optimal, chaque agent craignant un manque de débouchés pour ses propres cacahuètes**. Cette configuration sous-optimale provient d'un défaut de coordination entre les agents et justifie la coordination par un organisme ou une autorité centrale.

➡ L'absence de coordination entre les agents a pour conséquence que ceux-ci prennent leur décision sans prendre en compte l'impact que leur décision individuelle peut avoir sur les décisions des autres, et par extension, sur l'ensemble des décisions.

**Il en résulte possiblement de mauvais équilibres, c'est-à-dire des équilibres bas, conduisant au chômage ou à la récession, alors qu'une simple coordination des agents suffirait à atteindre l'équilibre haut**.

Dans leur article *Do Sunspots Matter?* (1983), les économistes **David CASS** et **Karl SHELL** introduisent la **notion d'équilibre de tache solaire qui a trait à l'existence d'équilibre résultant des croyances des agents**. Par ce biais, ils permettent d'expliquer les sauts d'un équilibre à un autre (d'un équilibre haut à un équilibre bas et inversement).

↳ Pour introduire la notion de tache solaire (théorisée initialement par **Stanley JEVONS**), les deux auteurs opèrent une **distinction entre les incertitudes intrinsèques – inhérentes au système économique – et les incertitudes – extrinsèques qui n'ont pas de déterminants économiques**.

↳ Ces événements affectant les **croyances des individus alors mêmes qu'ils ne concernent pas les fondamentaux de l'économie sont des taches solaires, notion que l'on peut rapprocher des esprits animaux de Keynes ou de prophéties autoréalisatrices**.

↳ Dans tout modèle avec équilibres multiples, les taches solaires peuvent jouer un rôle : dès l'instant où les agents croient que l'économie atteindra un tel équilibre particulier, ils auront tendance à se comporter de façon à ce que leur croyance soit vérifiée. Ainsi, **en présence de taches solaires, c'est-à-dire suite à un choc sur les croyances des agents il se produit des sauts d'un équilibre à un autre**. C'est ce constat qui conduit **Patrick ARTUS** à affirmer que « *le métier d'économiste devient de plus en plus difficile* » (2010).

### 1.3. De la crise financière à la crise économique : les canaux de transmission à l'économie réelle

Les crises financières ont des effets sur l'économie réelle. On connaît la « Grande dépression » des années 1930 qui suit la crise de 1929. Par analogie, certains économistes ont qualifié de « Grande récession » la période qu'a connue l'économie mondiale à la suite de la crise de 2007-2008.

Avant de présenter en détail ces deux crises et leur propagation dans la sphère réelle, **il importe de rendre compte des mécanismes par lesquels la crise financière mue en crise économique.**

#### ❶ L'identification de deux principaux canaux : la contraction du crédit et la dépréciation des actifs

La transmission à l'économie réelle passe tout d'abord par le « climat des affaires ». La crise financière se traduit par une **hausse de l'aversion au risque** et des **anticipations pessimistes** :

↳ du **côté des banques tout d'abord, qui réduisent drastiquement leur offre de crédits (*credit crunch*)**. 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 l'ensemble des créanciers exigent des primes de risque plus élevées en raison de la crise de confiance qui s'est installée.**

↳ du **côté des ménages et entreprises qui ont aussi tendance à développer des stratégies de désendettement face à la dépréciation de la valeurs de leurs actifs consécutivement à l'éclatement de la bulle des prix.**

En effet, la violente 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 réduire leur demande et épargner davantage afin de reconstituer la valeur initiale de leur patrimoine (**effet de richesse négatif<sup>8</sup>**). Cela se traduit concrètement par une **baisse de l'investissement et des emplois offerts par les chefs d'entreprise** et une **réduction de la consommation des ménages** notamment en matière d'achat de biens durables (priorité à l'épargne de précaution).

#### ❷ L'interaction de ces deux canaux amplifie l'effet récessif – Le principe de l'accélérateur financier

L'**accélérateur financier** se réfère au mécanisme qui caractérise la façon avec laquelle les facteurs financiers peuvent amplifier les cycles économiques et propager des chocs financiers à l'activité économique. Il explique ainsi le **lien entre patrimoine net des agents économiques et leur accès au crédit.**

⇒ La notion d'accélérateur financier apparaît avec **Ben BERNANKE, Mark GERTLER** et **Simon GILCHRIST** (*The Financial Accelerator and the Flight to Quality*, 1996) pour montrer que les évolutions sur les marchés du crédit participent à la propagation et à l'amplification des chocs à la sphère réelle. **Ce mécanisme repose sur l'hypothèse suivant laquelle la relation d'emprunt, lors d'un financement externe, est caractérisée par des asymétries d'information et peut à ce titre, être appréhendée comme une relation d'agence<sup>9</sup> entre un principal (prêteur) et un agent (emprunteur).**

↳ Ainsi, la relation d'emprunt génère des coûts liés au besoin de surveillance et de collecte d'informations sur la qualité des projets d'investissement (**Joseph STIGLITZ** et **André WEISS**, 1981) et donne lieu au **versement d'une prime de risque (prime de financement externe)**, qui se traduit par des **taux d'intérêt plus élevés pour l'emprunteur.**

<sup>8</sup> L'**effet de richesse (ou effet de patrimoine)** désigne la variation de la valeur des actifs patrimoniaux détenus par les agents économiques les incitant à modifier leur demande de biens de consommation et d'investissement. Cette demande s'accroît lorsque la valeur du patrimoine augmente (effet de richesse positif) et diminue en cas de baisse (effet de richesse négatif).

<sup>9</sup> Une relation d'agence est une relation où une personne (ou plusieurs) – le principal – fait appel à une autre personne – l'agent – pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent.



Cette prime de risque ou prime de financement externe qu'exige le prêteur dépend de la santé financière de l'emprunteur (corrélation négative), qui elle-même dépend de l'activité économique.

↳ Ainsi, en situation de prospérité économique, les agents économiques ont un patrimoine net élevé et croissant, ils peuvent s'endetter dans des conditions favorables (prime de financement externe très faible), ce qui leur permet d'accroître encore le volume des actifs financiers et des actifs immobiliers qu'ils possèdent. Cette demande d'actifs, alimentée par le crédit, fait croître les prix des actifs et donc de patrimoine net des agents. Ainsi, une dynamique auto-entretenu se met en place et joue à la hausse : l'amplification des dépenses de l'emprunteur accélère l'expansion économique.

Mais, si un retournement à la baisse des prix des actifs se produit (comme lors de l'éclatement d'une bulle), la valeur du patrimoine des agents diminue, ce qui conduit les banques à contracter leur crédit et accroître leur taux d'intérêt (augmentation de la prime de financement externe ou prime de risque).

↳ Les banques ne se limitent pas à augmenter la prime de financement externe mais elles réduisent aussi la part des financements destinés aux projets les plus risqués, c'est-à-dire ceux qui nécessitent davantage de surveillance. En conséquence, les banques préfèrent dans ce cas financer les projets des grandes entreprises pour lesquels les coûts d'agence sont moindres, car les entreprises de grande taille ont plusieurs projets d'investissement et peuvent ainsi diversifier les risques.

↳ Se crée alors ce que Ben Bernanke et al. appellent un mouvement de « *flight to quality* » (ruée vers des actifs de qualité) au bénéfice des grandes entreprises et aux dépens des PME. L'accélérateur financier aura donc des effets asymétriques en fonction de la taille de l'entreprise.

Les auteurs montrent également que l'accélérateur financier serait ainsi plus fort dans les phases de récession que dans les phases d'expansion.

### ⑤ Selon la violence du choc, la crise financière peut conduire à une spirale déflationniste

Dans certains cas, le processus de déflation par la dette se déclenche tel que [Irving FISHER](#) l'a analysé dans le cas de la crise de 1929 (« *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions* », 1933).

↳ Lorsque la bulle sur le marché des actions éclate (krach boursier), les agents économiques dans leur ensemble (entreprises, banques, ménages...) subissent une baisse de la valeur de leurs actifs. Cela fragilise leur situation financière, notamment parce que ces actifs servent de garantie dans des contrats de dette en 1929 ; ces actifs jouaient le rôle de collatéral.

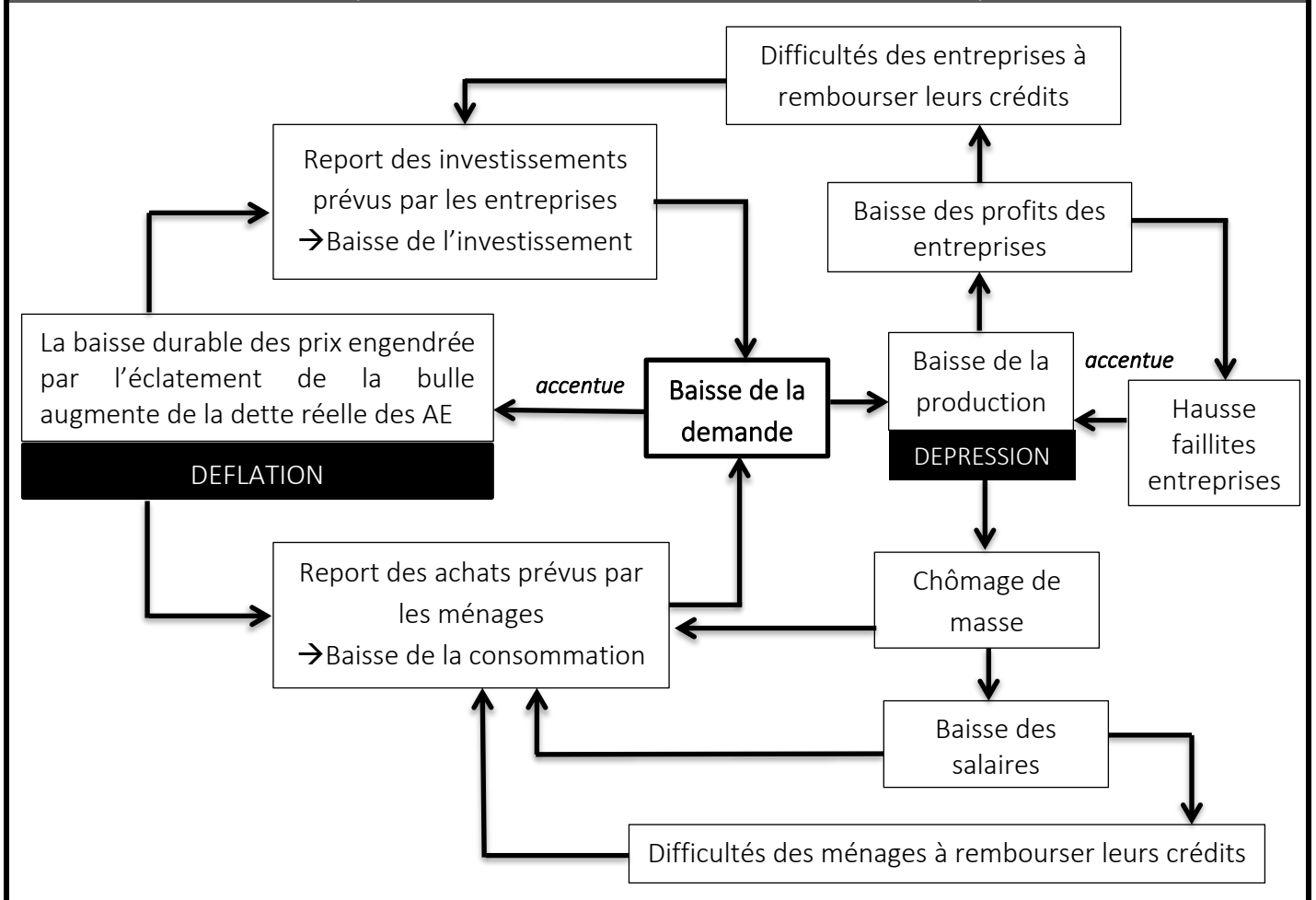
Or, le contexte de crise financière se caractérise par un *credit crunch* et prive les agents des liquidités nécessaires à leur désendettement. Ceux-ci sont alors contraints de vendre leurs actifs pour se désendetter.

↳ Mais, les ventes forcées d'actifs utilisés comme collatéraux vont avoir pour effet d'en faire baisser le prix. Les agents enregistrent donc des pertes lors de ces ventes. En effet, la hausse de l'offre d'actifs se fait dans un contexte où la demande d'actifs n'augmente pas dans les mêmes proportions, voire même est déprimée du fait de la crise financière (les agents reportent leurs achats et leurs décisions d'investissement).

↳ La forte dépréciation du prix des actifs augmente le poids de la dette réelle dans les bilans des entreprises. La valeur de ce que les agents économiques possèdent est revue à la baisse en raison de la déflation mais leur niveau d'endettement reste lui identique. Pour rembourser leurs dettes, s'opère une nouvelle vente forcée des titres qui alimente et entretient la déflation (processus cumulatif) si bien que certains agents économiques ne parviennent pas à effacer leur dette après la vente de la totalité de leurs actifs (ceux-ci sont revendus à un prix plus faible que celui acheté mais la dette contractée pour effectuer cet achat demeure).

La baisse du prix des actifs et du niveau général des prix est autoentretenu et surtout elle augmente la charge réelle de la dette. En effet le pouvoir d'achat de la monnaie est l'inverse du niveau général des prix.

## SCHEMA – La spirale déflationniste ou le mécanisme de « déflation par la dette »



Remarque – D'autres canaux sont identifiés mais ne sont pas invités être développés dans le cadre du programme

① **Les politiques économiques mises en œuvre à la suite d'une crise financière** : si, au nom de l'orthodoxie monétaire et budgétaire et compte tenu d'un niveau élevé de l'endettement public, des politiques restrictives sont mises en œuvre (situation de la zone euro ayant conduit à la crise des dettes souveraines), il y a fort à craindre que la baisse de la demande publique amplifie les effets de la baisse de la demande privée et accentue les tendances récessives (effet procyclique des politiques).

② **Le commerce extérieur** : De même qu'elles dépriment la demande interne, les crises financières peuvent déprimer la demande extérieure. On sait que dans les années 1930, la chute du commerce mondial a amplifié la Grande dépression. En 2009, le commerce mondial a chuté de 12%.

## 2. Une illustration du modèle explicatif des crises financières à partir de deux crises emblématiques

Il s'agit désormais d'éprouver l'idéal-type dressé dans le premier axe à partir de la crise de 1929 et celle de 2007-2008. On pourra ainsi en observer sa portée heuristique significative.

Mais chaque crise dépend de facteurs idiosyncratiques et structurels. Comme l'invite **Pierre-Cyrille HAUTCOEUR**, il faut « *refuser la foi en l'effet papillon* » c'est-à-dire « *l'idée qu'un accident mineur, une erreur localisée de politique économique ou monétaire, peut, par des effets d'amplification, avoir des conséquences majeures. Une dépression [...] ne peut se comprendre sans un examen des structures économiques, sociales et politiques au sein desquelles elle prend place* » (*La crise de 1929*, 2009).

## 2.1. La crise de 1929 : une crise déflationniste

Le krach boursier de 1929 est l'événement le plus connu et le symbole de la grande dépression des années 1930. Le krach frappe d'autant plus les esprits qu'il semble intervenir brutalement dans un climat serein. En réalité, la spéculation boursière préoccupe depuis un moment les analystes financiers comme le gouvernement américain et la FED.

### ① Formation d'une bulle sur le marché des actions témoignant d'un paradoxe de la tranquillité à l'œuvre

Alors que les rentiers du XIX<sup>e</sup> siècle achetaient surtout des obligations pour toucher chaque année leurs coupons, **l'entre-deux-guerres voit, avec la montée du nombre des actionnaires, la diffusion de la spéculation boursière. Cette spéculation est favorisée par le crédit.**

En s'endettant pour acheter des actions (ou en les empruntant pour les vendre), le spéculateur met en œuvre un **effet de levier** qui accroît ses bénéfices comme ses pertes potentiels : « *s'il apporte 40 et emprunte 60 pour acheter une action 100, il fait un bénéfice de près de 50 % si l'action monte de 20 % à 120 (il la revend, rembourse les 60 plus un intérêt minime, et reste avec 60, soit 50 % de gain par rapport à son apport initial) ; inversement, si l'action baisse à 80, il perd la moitié de son apport (il lui reste 20 après avoir remboursé 60)* » (op. cit.).

**À la Bourse de New York des années 1920, où n'existe pas de véritable marché à terme** (où l'on puisse directement acheter une action livrable par exemple le mois suivant, ce qui rend la spéculation plus simple), **c'est le crédit accordé par les courtiers (brokers) qui permet aux spéculateurs d'opérer. En accordant ce crédit, les courtiers encouragent les opérations et développent ainsi leurs propres affaires** (80 % des achats sont réalisés à crédit en 1929).

↳ Les courtiers exigent en garantie des collatéraux qui prennent la forme de dépôts de titres qui constituent la « **marge** » (celle-ci n'est pas fixée par une réglementation mais représente habituellement 30 % du prêt). On parle ainsi à l'époque de **call loans** (prêts à la marge). Le courtier lui-même emprunte aux banques ou à d'autres prêteurs, en général par l'intermédiaire des grandes banques de New York.

**Aux Etats-Unis, dans les années 1920, l'économie entre dans un processus de croissance, la consommation de masse commence à se développer, les perspectives de l'économie semblent excellentes.**

Les anticipations optimistes reposent sur « *l'idée qu'une nouvelle économie est en place depuis la Première Guerre mondiale, une ère nouvelle dans laquelle les fluctuations sont supprimées par la prudence de la FED (fondée en 1913), tandis que la perspective d'une croissance indéfinie est ouverte par le développement des grandes entreprises (particulièrement profitables car monopolistes), du progrès technique, de la gestion scientifique, de l'éducation de masses, voire de la prohibition de l'alcool qui améliore la productivité des travailleurs !* » (op. cit.).

**Cet optimisme se traduit par une expansion des crédits et oriente les valeurs boursières à la hausse**, un certain nombre d'épargnants vont donc accroître leurs placements boursiers, participant à l'augmentation effective et continue des cours boursiers (**prophéties autoréalisatrices**).

↳ Dans l'optique d'une prévision des hausses des cours boursiers, il devient tentant pour l'épargnant/spéculateur de s'endetter (et même au-delà de ses capacités de remboursement si celui-ci est persuadé de la hausse prochaine des cours) puisque la revente ultérieure de l'action à un prix plus grand que son achat initial permettra de rembourser le prêt effectué (**effet de levier**).

↳ Les cours de la Bourse de New York montent fortement dans les années 1920 : ils sont multipliés par environ trois en moins de dix ans, soit une croissance d'environ 12 % par an.

## ② Eclatement de la bulle, crise bancaire et dépression

Un certain nombre d'observateurs et de responsables politiques ou financiers s'inquiètent du développement de cette spéculation (encouragée, selon eux, par l'abaissement des taux d'intérêts directeurs par la Fed en 1927 en soutien à la livre sterling). Pour freiner la spéculation, la Fed demande au printemps 1929 aux banques de New York de réduire les prêts aux courtiers, mais n'augmente pas ses taux d'intérêt par peur des répercussions internationales. Ses recommandations ont peu d'effet, car le crédit aux courtiers vient de moins en moins des banques (elles-mêmes inquiètes de voir le crédit trop détourné vers la Bourse au détriment de leurs autres activités) et de plus en plus soit de l'étranger, soit surtout des entreprises non financières américaines attirées par de hauts rendements.

➡ Les cours atteignent leur maximum en septembre, la baisse commence réellement le 3 octobre et s'accélère à partir du 23. Le 29 octobre, la panique fait atteindre un nouveau record des transactions (16,4 millions d'actions échangées), le krach se sera étendu sur 6 jours. Avant la fin de l'année, le Dow Jones perd plus d'un tiers de sa valeur.

Les banques de New York (aidées par la Fed qui leur fournit massivement de la liquidité) tentent de freiner le krach dès son démarrage en se substituant aux étrangers et aux entreprises comme prêteurs sur un marché des prêts aux *brokers* qui recule rapidement. Le taux d'intérêt directeur baisse très rapidement, passant de 6 % en août à 1,5 % en mai 1931. Enfin, la Fed ne se contente pas de baisser ses taux, elle joue son rôle de prêteur en dernier ressort en fournissant de la liquidité au marché en achetant des titres aux banques, selon une politique d'*open market* qu'elle a inventée dans les années 1920. Mais tout cela ne permet pas de stopper le retournement du cycle financier.

↳ En effet, si les pertes chez les courtiers et les banques de New York n'ont pas de conséquences trop graves sur eux du fait de l'intervention de la banque centrale, celles des entreprises qui avaient placé leur trésorerie en Bourse (ou en crédits aux *brokers*) sont plus importantes, car elles les conduisent à liquider des stocks et à restreindre leur production. Ainsi, le mécanisme de l'accélérateur financier s'opère.

Les analyses de la crise de 1929 montrent globalement que la crise financière se transforme en grande dépression sous l'effet des crises bancaires qui ébranlent l'ensemble de l'économie américaine à partir de la fin de 1930. Entre 1930 et 1933, des milliers de banques font faillite en quatre grandes vagues. Le nombre total de banques aux États-Unis est divisé par deux (de 25 000 à 12 000).

↳ Cette disparition des banques induit un recul du crédit, d'où les difficultés des entreprises pour financer tant leurs fonds de roulement que leurs investissements. Cela provoque donc la baisse accrue des prix (pour obtenir des liquidités à tout prix), les licenciements (pour éviter de payer les salaires), la chute de la production et du pouvoir d'achat, et donc aggravation de la crise.

↳ Quelques indicateurs de la transmission de la crise à l'économie réelle : nombre de **chômeurs** multiplié par 8 entre 1929 et 1933, **revenu national** divisé par près de 2 entre 1929 et 1933, baisse de 32% des salaires entre 1926 et 1933 qui n'est pas contrebalancée par la baisse des prix (27% entre 1926 et 1933).

La thèse du rôle prégnant de la crise bancaire de 1929-1933 dans l'entrée des États-Unis dans la grande dépression est initialement développée par **Milton FRIEDMAN** et **Anna SCHWARTZ** (*Histoire monétaire des États-Unis* (1963)).

↳ Selon les auteurs, les crises bancaires ne résultent pas d'un excès antérieur d'octroi de crédits par les banques, ou de dysfonctionnements structurels du système bancaire, mais de la panique des déposants et surtout **d'erreurs de politique monétaire** : face aux crises bancaires, **la Fed ne réagit pas par l'expansion vigoureuse de la base monétaire qui aurait permis d'arrêter la chute des dépôts**. Elle est d'autant plus coupable qu'elle dispose de l'instrument qui permet d'augmenter la base monétaire même quand les banques ne se présentent pas à l'escompte (pour obtenir des liquidités de la banque centrale en échange de créances commerciales) : l'*open market*, c'est-à-dire la capacité à acheter des titres à court terme sur le marché monétaire. Elle l'a fait fin 1929, immédiatement après le krach boursier. Par la suite, **elle considère qu'il n'est**

pas nécessaire de faire davantage que de maintenir les taux très bas. Quand le dollar est attaqué fin 1931, elle remonte même ses taux d'intérêt. Elle se refuse à la politique monétaire quantitative par l'*open market*, sauf, brièvement, à l'été 1932 sous la pression du Congrès, ce qui conduit selon FRIEDMAN et SCHWARTZ à la seule (brève) reprise de la période. Dans ce cadre explicatif, la politique monétaire est présentée comme la solution optimale au détriment de toute autre<sup>10</sup>.

↳ La thèse monétariste a été fortement critiquée et des travaux ultérieurs ont présenté comment les crises bancaires résultent de la crise économique. Particulièrement, si la crise bancaire de 1929-1933 relève bien d'une crise de la confiance (que les autorités monétaires ont pu amplifier par leurs choix), elle reste la conséquence d'une crise qui a d'autres origines dont la fragilité du système bancaire américain.

Cette fragilité est imputable à une régulation très défectueuse. En témoigne le fait que même durant les prospères années 1920, plus de 5 000 faillites bancaires ont eu lieu (sur un total initial de 29 000). Le système bancaire américain est incroyablement dispersé. Sur les 25 000 banques qui existent au début de la crise, si 250 réunissent 50 % des dépôts, 80 % ont un seul guichet et se trouvent dans des villes de moins de 10 000 habitants, ce qui les rend très dépendantes de la conjoncture locale et de prêts interbancaires. Le système fédéral de réserve n'a en outre aucun droit de surveillance sur les banques qui refusent d'y participer, qui sont en juin 1929 au nombre de 15 797. Ces banques échappant à la supervision de la FED sont censées être surveillées par les États, mais en pratique elles le sont peu. Elles représentent 80 % des faillites entre 1929 et 1933.

#### Remarque – La crise de 1929 a également des causes structurelles

[Pierre-Cyrille HAUTCOEUR](#) montre que le soubassement de la crise boursière d'octobre réside dans la contradiction entre le développement précoce d'une production de masse confrontée à une consommation de masse trop peu développée et insuffisamment stable. On se trouve donc en présence d'une accumulation intensive du capital (forts gains de productivité) alors que les formes institutionnelles de la consommation de masse ne sont pas encore en place. Le *New Deal* apportera une partie de réponse à ce problème en institutionnalisant les relations avec les syndicats et en instaurant des négociations pluriannuelles sur les salaires.

L'auteur met également en évidence le fait que cette crise ne peut être comprise en dehors d'une vision géopolitique de long terme. Elle apparaît largement déterminée par deux chocs majeurs : la Grande Guerre et la révolution russe.

## 2.2. La crise de 2008 : une crise systémique

Déclenchée par l'épisode des *subprimes*, la crise économique mondiale de 2008 est celle dont les effets macroéconomiques ont été les plus longs et les plus sévères depuis celle des années 1930.

[Nicolas COUDERC](#) et [Olivia MONTEL-DUMONT](#) en rappellent les grandes étapes dans un petit ouvrage (*Des subprimes à la récession. Comprendre la crise*, 2009) mais aussi dans un article paru dans les Cahiers français (*D'une crise à l'autre. Des subprimes à la crise mondiale*, 2010). Il s'agit ici de s'appuyer sur sa trame et d'en reprendre les points forts pour présenter les caractéristiques générales de cette crise

### ① Du développement d'une bulle spéculative aux conséquences de son éclatement

Au fondement de la crise, il y a les crédits *subprimes*. Il s'agit de crédits immobiliers proposés à des ménages américains ne présentant pas les garanties financières nécessaires pour accéder aux emprunts

<sup>10</sup> L'argument développé par Friedman montre par ailleurs, que la règle qu'il préconise en 1963 – la règle du k% à savoir une croissance constante de la masse monétaire qui ne doit pas être modifiée au gré de la conjoncture mais être proportionnelle à la croissance de longue période – peut, en cas de déflation, conduire à une politique monétaire expansive..



**standards, dits « prime ».** Les ménages, auxquels s'adressent ces prêts ne peuvent apporter la preuve de revenus réguliers et suffisants, ou sont déjà endettés, ou encore ont des antécédents de défaut de paiement.

Compte tenu du profil des emprunteurs, ces crédits présentent plusieurs spécificités par rapport aux emprunts normaux :

↳ La prime de risque qu'exige le prêteur y est plus élevée (**taux d'intérêt plus élevés**).

↳ Les remboursements s'échelonnent en moyenne sur une plus longue durée (vingt-cinq ou trente ans) avec de faibles mensualités (**système de taux d'intérêt promotionnel pendant quelques années**) au départ pour séduire une clientèle fragile. Mais les taux deviennent ensuite plus élevés et sont le **plus souvent variables**.

↳ Il s'agit de **prêts hypothécaires** : **la maison acquise par le ménage empruntant joue le rôle de collatéral**. Ainsi, si les ménages ne sont pas capables de faire face aux mensualités, la banque peut saisir le logement et le vendre.

Alors que les crédits *subprimes* étaient des prêts à hauts risques, leur octroi par les banques et leur distribution en titres s'opèrent de façon massive du fait des **anticipations optimistes** des agents économiques. **Une bulle immobilière se forme** et en 2006, les subprimes représentent près de 1/5 des émissions de prêts octroyés et concernent près de six millions de ménages.

**Comment expliquer ce succès et cet optimisme ?**

① **Le boom de l'immobilier** : les prêteurs pouvaient compter sur la revente du bien immobilier en cas de défaut de paiement. Comme le prix des logements progressait fortement, ils pensaient pouvoir récupérer à coup sûr la somme due voire réaliser une plus-value en cas de défaillance de l'emprunteur.

② **Le développement de la titrisation** : les **banques se libèrent du risque de crédit** (elle transfère ce risque à des investisseurs) et **de la contrainte de liquidité** (la transformation en titres des prêts leur permet de retrouver rapidement leurs fonds). Elles sont ainsi incitées à octroyer de façon importante des crédits.

Les investisseurs se portent acquéreurs des titres car **ces derniers sont vendus au sein de portefeuilles de créances dans lesquels les créances « subprimes » sont panachés avec d'autres de meilleure qualité**. Le risque de crédit semble ainsi partagé et le potentiel défaut de paiement pour le créancier, indolore.

Comme lors de la crise de 1929, **l'optimisme tourne à l'euphorie (paradoxe de la tranquillité)**. Parce que les BSR ne supportent pas le **risque de crédit**, elles ont tendance à le **sous-estimer** et facilitent l'accès aux prêts bancaires. En découle une **augmentation du prix des actifs** et particulièrement immobiliers (puisque les agents utilisent les sommes empruntées pour acquérir des biens immobiliers), une **bulle spéculative** se forme sur le marché de l'immobilier et obligataire. **Cette appréciation de la valeur des actifs augmente la valeur des collatéraux et renforce encore l'optimisme, selon un schéma de prophéties autoréalisatrices.**

A partir de 2006, la FED augmente ses taux d'intérêt directeurs. Cette décision relevait de **son action de limitation de l'inflation**. Cette hausse des taux d'intérêt produit une réaction en chaîne conduisant à l'éclatement des bulles sur les marchés immobilier et financiers.

① **Le retournement du marché immobilier américain au second semestre 2006** : L'augmentation des mensualités provoque de nombreux défauts de paiement (le taux de défaut était à 11% en 2006 et il dépasse les 20% en 2008). A partir de l'été 2007, de nombreux ménages ne sont plus en mesure de faire face aux échéances et cela conduit à la **mise en vente de leur logement utilisé comme collatéral**. L'augmentation de l'offre de logements fait **éclater la bulle sur le marché immobilier**.

② **Une méfiance croissante envers les produits titrisés à partir de mi-2007** : Elle résulte de la diffusion des informations sur la détérioration des crédits *subprimes* et se traduit d'abord par une dégradation des notes émises par les agences sur des centaines de produits liés aux crédits *subprimes*. Dans ce contexte, beaucoup de produits structurés ne trouvent plus preneur, même à des prix dérisoires.

## Remarque –La titrisation

La **titrisation** est une **opération financière qui consiste à transformer des prêts bancaires traditionnellement illiquides en titres aisément négociables sur des marchés**, par l'intermédiaire d'une entité juridique *ad hoc*. Le plus souvent, la banque à l'origine des prêts les cède à un véhicule spécifique (*special purpose vehicle* ou SPV) qui finance cette acquisition en émettant des titres sur les marchés. **Les investisseurs qui achètent ces titres perçoivent en contrepartie les revenus (intérêts et remboursement du principal) issus des prêts.**

**La transformation d'actifs illiquides en titres négociables s'accompagne souvent d'une restructuration** : les titres émis par le SPV ont ainsi des caractéristiques différentes de celles des actifs sous-jacents en termes de modalités de paiements, de sensibilité aux risques...

**La titrisation permet aux banques de transférer le risque de crédit.** L'opérateur bancaire ou financier qui cède les crédits dont il est à l'origine peut poursuivre ses opérations avec une **base en fonds propres intacte**.

Les premières opérations de titrisation ont vu le jour aux États-Unis au début des années soixante-dix sous l'auspice de trois agences spécialisées qui disposent de garanties de l'État : la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) et la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).

Ce n'est toutefois que depuis le milieu des années quatre-vingt-dix que ces opérations ont vraiment pris de l'ampleur. **La titrisation concernait initialement des prêts hypothécaires** (on parle dans ce cas de *mortgage-backed securities*, **MBS**), mais rapidement **d'autres types de crédits ont servi de supports** : crédits automobiles, prêts étudiant, encours de cartes bancaires... (on parle alors d'*asset-backed securities*, **ABS**).

Et comme pour les **produits dérivés** de manière générale, les ingénieurs financiers n'ont pas cessé de proposer de nouveaux produits, toujours plus sophistiqués : *collateralised mortgage obligations* (CMO), *collateralized debt obligations* (CDO), *collateralised synthetic obligations* (où les sous-jacents sont des dérivés de crédit), CDO (CDO de CDO).

**Les CDO des titres représentatifs de portefeuilles composés de créances bancaires et/ou d'instruments financiers négociables (obligations, autres titres de créances...) et/ou de dérivés de crédit.** On trouve des CLO (Collateralised Loan Obligations) où le sous-jacent est constitué de prêts bancaires, des CBO (Collateralised Bond Obligations) où le sous-jacent est composé d'obligations, des CSO (Collateralised Synthetic Obligations) où les sous-jacents sont des dérivés de crédit, des CDO2 (CDO de CDO).

## ② Le spectre d'une crise bancaire systémique

Le doute sur la qualité des produits titrisés engendre une crise de liquidité bancaire. La **titrisation** a conduit à **diluer le risque de crédit** associés aux titres *subprimes* si bien que les produits financiers basés sur les crédits immobiliers américains ont circulé dans les banques et autres établissements financiers du monde entier sans que les risques ou même la nature réelle des produits soient vraiment connus.

↳ **Dans le doute, les banques arrêtent de se prêter entre elles.** C'est une menace importante pour le secteur bancaire et plus largement l'économie : les banques ont en effet besoin de s'approvisionner quotidiennement en liquidités. Pour cela, elles vendent des actifs, ce qui implique que certains acteurs soient prêts à les acheter. Si plus aucun agent n'en veut, **les banques risquent de se retrouver à court de liquidités et de faire faillite.** Cette situation inquiétante contraint les banques centrales à intervenir début août 2007 pour jouer leur **rôle de prêteur en dernier ressort**.

↳ **À ce stade, la crise déborde le simple cadre des crédits *subprimes* pour se transformer en une grave crise de liquidité bancaire mondiale.**

**Mais la crise de liquidité bancaire se transforme en crise de solvabilité** sous l'effet d'un véritable cercle vicieux :

↳ **La crise de confiance exerce une pression à la baisse sur la valeur d'un nombre croissant d'actifs détenus**

par les banques. Face à ces moins-values latentes, **les banques sont forcées de vendre des actifs** de « bonne qualité » pour obtenir des liquidités.

↳ Mais **l'abondance de ces actifs sur les marchés financiers en fait baisser le prix si bien que les BSR ne parviennent pas à obtenir la liquidité suffisante et voient leur bilan se dégrader très rapidement.**

↳ Enfin, leur fragilisation financière croissante **ne leur permet pas de lever des capitaux sur le marché des actions.** Aucun investisseur ne souhaite leur apporter des fonds propres.

Les banques sont ainsi prises dans une spirale de pertes, dont l'annonce régulière alimente la méfiance et contribue à la dévalorisation des actifs. Le **risque de faillites en cascade impose aux pouvoirs publics d'intervenir dans le cadre de plans de sauvetage bancaire.**

↳ Victime emblématique de cette crise bancaire, la **banque britannique Northern Rock** en février 2008.

↳ **En juillet 2008**, deux agences américaines de refinancement hypothécaire, **Freddie Mac et Fannie Mae**, se trouvent dans une situation critique. Ces deux agences constituent les piliers du marché du crédit immobilier américain : elles rachètent aux établissements de crédit une partie des prêts immobiliers qu'ils ont accordés pour les conserver jusqu'à échéance ou les titriser et les revendre sur le marché. La faillite de ces agences aurait des conséquences très graves sur le système financier, car elles détiennent ou garantissent 5 200 milliards de dollars de créances hypothécaires, soit plus de 40 % de l'encours du crédit immobilier américain. Après l'échec des premières mesures d'aides du Trésor américain, **elles sont finalement mises sous tutelle publique le 7 septembre 2008.**

↳ **La dynamique négative de la crise s'accélère courant septembre : deux banques d'affaires, Merrill Lynch et Lehman Brothers, se trouvent à leur tour au bord de la faillite. La première est rachetée par Bank of America,** mais la seconde ne trouve finalement pas de repreneur et le secrétaire d'État au Trésor américain, Henry Paulson, la laisse faire faillite dans le but de ne pas accréditer la thèse d'un « sauvetage » garanti pour les banques en cas de problème, ce qui peut les pousser à prendre des risques excessifs. **Pour faire office de « contre-exemple » et rappeler au marché que rien n'oblige les pouvoirs publics à renflouer les banques, Lehman Brothers apparaît être le « candidat idéal ».** Il s'agit d'une banque d'investissement de taille réduite : elle ne reçoit pas de dépôts de la part de particuliers et les dégâts collatéraux paraissent ainsi limités.

↳ Mais les **conséquences d'une telle faillite ont été mal évaluées**, car cette décision provoque des réactions en chaîne : elle fait chuter tous les marchés financiers mondiaux, amplifie la défiance réciproque des banques et **affectent plusieurs compagnies d'assurance** – dont **AIG** – qui avaient vendu des *Credit Default Swaps* assurant leurs détenteurs contre le risque de défaut de paiement lié à des obligations Lehman Brothers notamment.

### ③ La propagation à l'économie réelle

Deux principaux mécanismes permettent d'expliquer la transmission de la crise financière des subprimes à l'économie mondiale :

① La **contraction brutale de l'offre de crédits bancaire (*credit crunch*)** : 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. Conformément au principe de l'accélérateur, **un mouvement de « *flight to quality* » pénalise particulièrement les PME.**

② La production d'effets de richesse négatifs : **Certains ménages ayant subi une vente forcée de leur logement utilisé comme collatéral, conserve une dette à l'égard de leur banque.** La vente de la maison – dont le prix a chuté – n'a pas permis de rembourser l'intégralité de la somme empruntée. Ainsi, ces ménages doivent réduire drastiquement leur consommation pour se désendetter.

La chute des cours boursiers dévalorise également le patrimoine financier des ménages, qui sont alors fortement incités à épargner pour recapitaliser les pertes. Cet effet est particulièrement visible aux États-Unis et au Royaume-Uni, car les ménages américains sont très sensibles aux dépréciations d'actifs, du fait de leur épargne retraite investie pour moitié en Bourse.

En définitive, la crise de 2008 était porteuse d'un **risque systémique** car :

↳ **Cette crise n'affecte pas seulement le système bancaire mais l'ensemble du système financier.** La crise bancaire devient une crise obligataire.

↳ **Cette crise a d'importantes répercussions sur l'économie réelle et ce à une échelle mondiale.** Du fait de la diminution drastique de l'offre de crédits bancaires, la consommation et l'investissement ont diminué, provoquant une chute du PIB, une explosion du chômage et de la dette publique<sup>11</sup> et une baisse des prix. La crise se propage aussi géographiquement, hors des États-Unis : en Europe, notamment via les détenteurs de titres subprimés et la récession américaine, dans les pays émergents, touchés par la fuite des capitaux étrangers et la chute des cours des matières premières.

#### Remarque – La crise de 2008 a également des causes structurelles

On peut évoquer d'abord l'**impact du creusement des inégalités** : Aux États-Unis, l'essentiel de l'augmentation du revenu global au cours des années 1990-2000 a bénéficié aux 1% de titulaires des plus hauts revenus (**Thomas PIKETTY**, *Le capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, 2013). De ce fait, les revenus des catégories modestes et moyennes ont faiblement (ou pas du tout) augmenté. La demande a donc été soutenue par le crédit ce qui a constitué l'amorce du gonflement de la bulle de crédit et de la bulle immobilière. Parallèlement, la hausse des plus hauts revenus génère un excès d'épargne qu'il faut placer, d'où l'apparition des CDO.

Il est possible également, comme le propose **Patrick ARTUS** d'opérer une **lecture marxiste de la crise : la crise est inhérente au système de production capitaliste**. « "L'euphorie" des entrepreneurs (surtout des pays émergents) conduit à la suraccumulation de capital ; celle-ci entraînerait la baisse tendancielle du taux de profit si les entreprises ne réagissent pas en comprimant les salaires et en essayant d'obtenir des rentes, d'où la situation de sous-consommation. Par ailleurs, les agents économiques s'engagent dans des activités spéculatives poussées par le crédit, qui sont des palliatifs à l'insuffisance de la production et qui débouchent sur des crises. » (*Flash économie*, Natixis du 6 janvier 2010).

### 3. Réguler le système financier et maîtriser l'instabilité financière

La crise de 2008 a permis de prendre conscience du risque systémique lié à l'interdépendance des acteurs financiers et la **financiarisation de l'économie**. **La taille de la finance au sein de l'économie est devenue si grande que ce sont les chocs financiers qui déclenchent des crises, comme c'est le cas depuis les années 1990** (**Patrick ARTUS**, *Flash économie*, Natixis du 4 février 2020).

Elle a permis également de réaliser la **nécessité d'une coopération internationale accrue et d'une action rapide pour contrer une crise globale**. Ainsi, **en 2008, la spirale déflationniste est évitée** car les pouvoirs publics (gouvernements et banques centrales) vont assurer le sauvetage des banques afin d'éviter la panique bancaire et les faillites à la chaîne après l'épisode de Lehmann Brothers.

Ainsi, **les autorités et les économistes tirent des leçons des crises financières pour éviter que le risque systémique se produise à nouveau ou à tout le moins, de réduire l'ampleur et l'intensité d'un choc financier**. Dans cette perspective, s'est organisé au cours des décennies récentes, un renforcement de la régulation du système bancaire et financier, qu'il s'agit à présent de présenter.

<sup>11</sup> Bien sûr, parmi les effets de la crise de 2008, il est possible de montrer comment elle a joué un rôle de révélateur des défauts de coordination au sein de l'Union économique et monétaire européenne ayant abouti à la crise de l'euro en 2010 (crise des dettes souveraines).

Pour ce faire, l'action de régulation du système financier est double :

- **Au niveau de chaque institution financière** (banque, assurance, etc.), **la surveillance est dite « micro-prudentielle »**. Chaque établissement doit respecter des règles de fonctionnement et indicateurs de risques (appelés **ratios prudentiels**) destinés à éviter les faillites et à protéger les investisseurs et les déposants. **Si un acteur financier prend des risques, il doit avoir des ressources suffisantes pour y faire face, en termes de capital et de liquidité** (→ *objet de notre première sous-partie*) ;
- **Au niveau du système financier pris dans son ensemble**, on parle de **politique « macro-prudentielle »**. Elle doit permettre d'éviter que les difficultés d'acteurs financiers aient des **répercussions importantes sur l'économie réelle (emploi, croissance)**. Il s'agit donc de **lutter contre le risque « systémique »** lié à la taille des acteurs financiers mais aussi à leurs interdépendances (effets de contagion).

En outre, la **gouvernance des questions financières** fait intervenir plusieurs acteurs :

- Le **Conseil de stabilité financière (FSB pour *Financial Stability Board*)**, créé en 2009 à l'initiative du **G20**, identifie les vulnérabilités du système financier mondial (surveillance du risque systémique) et édicte des principes pour y remédier. La réglementation du *Shadow Banking* lui a été également confié. Le FSB a donc une mission macroprudentielle ;
- La **Banque des règlements internationaux (BRI)**, créée en 1930, regroupe **60 banques centrales dans le monde**, dont la Banque de France. Tous les deux mois, les gouverneurs des banques centrales se réunissent à **Bâle** pour analyser la situation économique et financière mondiale. Ils proposent des orientations microprudentielles pour renforcer la solvabilité des banques ;
- Le **Conseil européen du risque systémique (CERS)**, créé en 2010, est en charge de **surveiller le système financier de l'Union européenne** et de prévenir et atténuer les risques systémiques. **Le CERS est hébergé et présidé par la BCE.**

En France, le **Haut Conseil de stabilité financière (HCSF)** est créé en 2013. Il constitue **l'autorité macroprudentielle désignée pour exercer la surveillance du système financier dans son ensemble**. Il émet des recommandations et dispose de pouvoirs contraignants pour prévenir le risque systémique. C'est une autorité collégiale, présidée par le ministre des Finances, qui regroupe la Banque de France, la direction générale du Trésor (DGT), l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), l'Autorité des marchés financiers (AMF), l'Autorité des normes comptables (ANC) et des personnalités qualifiées.

**Remarque – Il est bon après cette présentation de l'instabilité du système financier aux élèves, de rappeler l'utilité de la finance !**

Dans son principe, le système financier mondial a vocation à satisfaire des fonctions identifiées par **Robert. C. MERTON**<sup>12</sup> (*A functional perspective of financial intermediation* », 1995) :

- ① Une fonction de transfert de richesse dans le temps (l'épargne retraite par exemple) ;
- ② Une fonction de gestion du risque (à travers les opérations à terme ou des contrats d'assurance) ;
- ③ Une fonction de mise en commun des richesses (à travers l'émission d'actions ou d'obligations pour financer des investissements privés ou publics),
- ④ Une fonction de production et de diffusion de l'information (à travers les cours des titres, les taux de change ou les taux d'intérêt qui sont des signaux-prix).

<sup>12</sup> L'économiste identifie exactement six fonctions mais pour deux d'entre elles, la globalisation financière se montre défailtante pour y répondre. Tout d'abord, il n'existe pas une liquidité mondiale pour « fournir et gérer les moyens financiers » (mais cette fonction est remplie à l'échelle de zone monétaire). De plus, le système financier faut à mettre en place des mécanismes incitatifs permettant de « réduire les conflits liés aux asymétries d'information ». Les crises montrent que la coordination marchande ne peut suffire et appelle justement à une régulation et intervention des pouvoirs publics.



### 3.1. Politique microprudentielle : introduction de ratios de solvabilité, séparation bancaire et lutte contre l'aléa moral

L'adoption de la séparation bancaire (*Glass-Steagall Act* aux États-Unis en 1933) ouvre une période de forte réglementation de l'activité bancaire. Celle-ci s'étend jusqu'aux années 1970 et il est notable de lui associer un moment de grande stabilité financière. Pourtant, à partir du **début des années 1990**, l'idée s'impose qu'il faut laisser une plus grande latitude aux banques et au fonctionnement des marchés financiers pour assurer un financement plus dynamique des économies. S'opère alors un **mouvement de dérèglementation des activités financières**.

Mais, dès 1974, à la suite de la faillite de la banque Herstatt en Allemagne, les banques centrales décident de mettre en place, dans le cadre de la **Banque des règlements internationaux**, le **Comité de Bâle** dont les activités vont conduire dans le cadre du dispositif dit « Bâle I » à l'instauration d'une **régulation microprudentielle**.

**Ce comité n'a pas de pouvoir contraignant** : il élabore des propositions réglementaires qui sont traduites en textes juridiques par les pays membres. La coopération internationale est donc essentielle pour éviter un comportement de passager clandestin par un pays (réglementer moins que les autres pour attirer les activités bancaires et financières sur son territoire).

Nous verrons ici comment les premières mesures prudentielles visent à réduire le phénomène d'aléa moral des banques (①). Celles-ci se traduisent alors l'instauration de solvabilité bancaire (②) et participent notamment après la crise de 2008 à une évolution des réglementations nationales pour cantonner les activités bancaires (③).

#### ① Lutter contre l'aléa moral des banques

L'**aléa moral** est une **défaillance de marché** survenant dans le cas d'**asymétries d'informations**, c'est-à-dire lorsque l'information est inégalement distribuée entre deux agents économiques au cours d'une transaction de sorte que l'un des agents possède des informations que l'autre n'a pas. Dans ce cadre, **l'agent disposant d'un avantage informationnel peut adopter un comportement opportuniste en dissimulant volontairement des informations ou en n'agissant pas conformément à ses engagements** parce qu'il sait qu'il peut difficilement être contrôlé par l'autre agent.

Dans le domaine bancaire, cet aléa moral peut se manifester de deux façons :

↳ En phase haute du cycle financier et selon un paradoxe de la tranquillité, les banques dans leur ensemble, sont gagnées par une euphorie qui les rend « aveugles au désastre » (MINSKY). Elles ont ainsi tendance à sous-estimer les risques et participent à la formation de bulles de prix.

↳ D'autre part, certaines banques jouissent d'une **garantie publique face au risque de faillite**. Il s'agit dans ce cas de leur imposer, **avec des ratios de solvabilité et des ratios de liquidité**, un comportement plus prudent dans leur stratégie d'acquisition d'actifs.

Ce dernier type de banque est appelé « **banque systémique** » en tant que la **faillite d'un tel établissement peut conduire à un « effet domino »** de défaillances bancaires (faillites en chaîne et panique bancaire) et **affecter l'économie réelle** dans son ensemble.

Ces banques sont dites « systémiques » pour deux raisons qui se combinent le plus souvent :

↳ Leur **taille**, si bien que ces banques sont dites « **too big to fail** » ;

↳ L'**importante de leurs relations avec les autres BSR et établissements financiers** (fonds d'investissement et autres établissements de crédit). En raison de la financiarisation de leurs bilans et de la titrisation, ces deviennent « **too interconnected to fail** ».

Ainsi, comme le rappelle [Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN](#) (2012), **les banques systémiques, en tant que « mastodontes bancaires » suscitent des inquiétudes qui ne se limitent pas à leur seule taille.**

Les banques dites « systémiques » savent donc que les coûts économiques de leur faillite sont collectifs et disposer de cette information peut les inciter à prendre davantage de risques (qu'elles ne le devraient). Ces BSR se savent profiter d'une garantie implicite de secours qui peut prendre la forme d'une intervention de la Banque centrale (prêteur en dernier ressort) ou des pouvoirs publics (apports de capitaux publics dans leur bilan pour les sauver).

Cet opportunisme permet aux banques « systémiques » de privatiser leurs gains (comme toute entreprise privée) mais de socialiser leurs pertes.

Réduire l'aléa moral des banques passe par la mise en œuvre de procédures qui doivent les conduire à assumer de nouveau les risques qu'elles prennent. C'est la logique de la mise en place de ratios prudentiels. Le but est de privilégier le « *bail in* », principe en vertu duquel on doit faire appel en priorité aux créanciers des banques pour faire face aux problèmes de solvabilité.

## ② L'introduction de ratios bancaire

À la suite du krach financier mondial de 1987, les accords de Bâle I (1988) conduisent à l'adoption d'un ratio international de solvabilité (ratio Cooke<sup>13</sup>).

↳ Il s'agit pour les banques de respecter la contrainte d'un rapport d'au moins 8 % entre le total de leurs actifs pondérés par les risques associés à chaque type d'actifs et leurs fonds propres.

↳ Il s'agit de renforcer la solidité financière d'une banque à l'échelle individuelle. Cette solidité se caractérise par la capacité de la banque à faire face ses engagements et d'assurer la stabilité des dépôts de ses clients. En d'autres termes, la solidité bancaire se traduit par la solvabilité bancaire. Or, il existe une corrélation positive entre niveau de fonds propres et solvabilité : plus une banque dispose de fonds propres importants, plus elle est en mesure de faire face à une dégradation de son bilan et éponger les pertes à son actif. Elle supporte ainsi mieux le risque de crédit.

Ce dispositif s'est révélé toutefois très insuffisant notamment de par son caractère peu contraignant mais aussi pour les difficultés de mesure des fonds propres qui le caractérisait (en pratique la contrainte exigeait seulement un ratio de 2 % de fonds propres effectifs) et surtout en raison du fait qu'il visait essentiellement à couvrir le risque de crédit alors qu'avec la seconde mondialisation et le développement des flux financiers notamment, les banques ont dû faire face davantage au risque de marché.

Le dispositif prudentiel est complété à l'occasion des accords de Bâle II en 2004 (et mis partiellement en application à partir de 2007 juste avant la crise) notamment à travers la mise en place du ratio McDonough<sup>14</sup>.

↳ Celui-ci élargit la gamme des risques couverts notamment en perfectionnant la méthode de calcul des coefficients de pondération de risques.

↳ Plus généralement, les accords de Bâle II font reposer la supervision bancaire et la réglementation prudentielle sur trois piliers : les exigences de fonds propres, un processus de surveillance prudentielle (notamment à travers des *stress tests*) et la discipline de marché (qui suppose notamment une plus grande transparence des banques quant à ses fonds propres et ses risques, y compris la titrisation).

Néanmoins, cette réglementation prudentielle d'avant crise mondiale accuse plusieurs limites :

① Comme le montre [Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN](#) (*Blablabanque*, 2015), dans le cadre des ratios de solvabilité bancaire, les calculs de pondération par les risques des actifs sont réalisés par les banques elles-mêmes, en utilisant des modèles internes. Ainsi, ces modèles peuvent amener les banques à sous-estimer les risques qu'elles prennent afin de gonfler artificiellement leur niveau de solvabilité. Ainsi, Lehmann Brothers

<sup>13</sup> Le ratio porte le nom du premier président du Comité de Bâle, Peter Cooke (un directeur de la Banque d'Angleterre)

<sup>14</sup> Comme le ratio Cooke auquel il succède, il tient son nom du président en exercice du Comité de Bâle pendant le processus d'établissement de l'Accord, William J. McDonough (président de la FED entre 1993 et 2003).

respecte le ratio McDonough au moment de sa faillite. La **réglementation fait apparaître un nouveau risque en autorisant les banques à construire leur propre ratio de fonds propres : le risque de modèle.**

② **Les ratios Cooke et MacDonough ont des effets procycliques.** Lors du retournement du cycle financier, les banques réduisent leur actif au bilan en contractant leur offre de crédits en vue de respecter la règle prudentielle. Par ce biais, l'activité bancaire renforce la mécanique récessive à l'œuvre.

③ Malgré certaines mesures à visée globale (comme la mise place d'une supervision bancaire et la mise en place de tests de résistance), **cette réglementation demeure microprudentielle : elle pense la résilience du système bancaire au niveau individuel et ne permet pas d'affronter le risque systémique en 2008.**

④ Si l'introduction de ratios de solvabilité bancaire a vocation à responsabiliser les banques et contrer le mouvement d'accroissement et de financiarisation de leur bilan, **force est de constater que cela se révèle très insuffisant.** Comme l'analyse **Laurence SCALOM** (*La fascination de l'ogre*, 2019), les politiques monétaires très accommodantes (taux directeurs très bas) conduisent les banques à reconstituer leurs marges, à amplifier leur activité d'intermédiation de marché et à accélérer le mouvement de concentration.

C'est pourquoi **les accords de Bâle III** lancée lors du G20 de Pittsburgh en septembre 2009 (dont la mise en application progressive s'est opérée entre 2013 et 2019) conduisent à **un renforcement du ratio de fonds propres.** Celui-ci doit être **supérieur à 4.5%** et **son mode de calcul est complètement revu :**

↳ Au **numérateur**, les exigences de fonds propres ne retiennent désormais uniquement **les fonds propres de base** c'est-à-dire les actions et les réserves.

↳ Au **dénominateur**, le calcul des risques prend en compte désormais **les trois risques auxquels est confronté une banque : le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel.**

En outre, ces accords introduisent des **ratios de liquidité :**

① Un **ratio de liquidité à court terme** : Celui-ci impose aux banques de **détenir suffisamment d'actifs liquides de haute qualité à l'actif de leur bilan pour résister à une pénurie de financement de 30 jours sur le marché interbancaire** (elles doivent donc être en mesure de faire face aux demandes de retraits de leurs clients et autres fuites durant 30 jours).

② Un **ratio de liquidité à un an** (montant des financements disponibles/ montant des financements stables) qui doit être supérieur à 100%.

➔ **La distinction entre les deux risques (solvabilité et liquidité) est donc désormais prise en compte et ce ratio supplémentaire doit permettre d'éviter qu'une crise de liquidité bancaire se transforme en crise de solvabilité.**

### ③ Cantonner les activités bancaires et limiter le risque de contagion

La **crise de 2008 révèle avec brutalité l'ampleur du problème des banques systémiques.** Le phénomène de concentration bancaire rend les procédures de « **bail out** » (sauvetages bancaires) extrêmement coûteuses tant au sens premier que politique. L'opinion publique au sein des pays développés se sont outrées des renflouements bancaires ayant augmenté le poids de la dette publique alors même que les banques avaient été parties prenantes de la création des bulles spéculatives sur le marché de l'immobilier et le marché financier.

En d'autres termes, **les banques systémiques deviennent « too big to save »** et à partir de 2010, **la solution discutée et vivement débattue dans plusieurs pays est alors la séparation des activités bancaires.**

Aux **Etats-Unis**, en réaction à la crise, la loi **Dodd-Frank** a été adoptée en 2010.

↳ La mesure phare est la **Règle Volcker** qui interdit les banques commerciales ainsi que les établissements financiers supervisés par la FED à spéculer pour leur propre compte à moins d'investir aux côtés d'un client. Elles peuvent prendre des participations dans des fonds de capital-investissement et des « **hedge funds** » mais seulement à hauteur de 3 % de leurs fonds propres. Les participations existantes au jour de l'entrée en vigueur de la loi, si elles dépassent ce seuil, devront être cédées.

↳ C'est donc bien une règle de séparation bancaire, mais moins contraignante que le *Glass Steagall Act* de 1933 qui a été abrogé en 1999.

↳ Néanmoins, en mai 2018, le Congrès américain a assoupli la loi Dodd-Frank conformément à la volonté de Donald Trump de revenir sur les réglementations bancaires votées par son prédécesseur. Le seuil à partir duquel les banques sont contrôlées par la plus haute surveillance de la banque centrale a été relevé de 50 à 250 milliards de dollars d'actifs. De ce fait, le nombre de banques soumises à ce contrôle est passé de 38 à 12 établissements.

En Grande Bretagne, le rapport Vickers de 2011 a été suivi par une loi votée en 2013 et applicable à partir de 2019. La Règle Vickers prévoit de cantonner les activités de banque de commerciales dans des filiales spécifiques des groupes bancaires afin d'éviter la contagion entre d'éventuelles défaillances dans les activités de marché et de banque d'investissement et les banques commerciales (ou banques de détail). On protège ainsi les dépôts des agents économiques.

Michel Barnier, alors membre de la commission européenne, a commandé un rapport à Erkki Liikanen (gouverneur de la Banque centrale de Finlande). Le rapport Liikanen publié en octobre 2012 propose lui aussi de réintroduire une forme de séparation bancaire.

Mais à la différence du rapport Vickers, il propose de cantonner les activités de marché et de banque d'investissement dans des filiales dédiées. Les banques commerciales ne doivent plus être autorisées à mener des activités d'intermédiation de marché.

⇒ Quelle que soit la logique, on évite de nouveau la contagion entre deux types d'activités : une activité de mise en dépôt et de transformation bancaire d'une part et une activité de tenue de marché limitée aux seules banques d'affaires.

En France, la loi bancaire de 2013 (dite « Loi Moscovici ») a été rédigé à partir des propositions du Rapport Liikanen de 2012 mais elle ne conduit finalement pas à réintroduire une séparation bancaire telle qu'elle avait pu exister avant 1984, en raison d'un lobbying actif de la Fédération bancaire française ([Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN](#), op. cit., 2015).

---

### 3.2. Politique macroprudentielle et prévention du risque systémique

---

La crise de 2008 engage la réflexion des économistes, et dans une moindre mesure, les politiques publiques à mettre l'accent sur le risque systémique et les politiques macroprudentielles.

Ce changement d'orientation est révélateur d'un « *changement de paradigme* » ([André CARTAPANIS](#)) puisqu'il s'agit de reconnaître l'« *échec généralisé de coordination par les marchés financiers* » ([Michel AGLIETTA](#))<sup>15</sup>.

↳ En d'autres termes, la question de la stabilité financière est appréhendée comme une défaillance de marché soit une situation dans laquelle ce dernier ne parvient pas à assurer une allocation optimale des ressources.

A ce titre, la stabilité financière peut être vue comme un bien collectif ou comme génératrice d'externalités positives.

↳ L'analyse économique pour rendre compte de l'utilité du système financier mobilise, entre autres, le modèle du marché des fonds prêtables (voir programme de première) qui nous enseigne que le marché des capitaux, parvient à une allocation optimale des ressources financières par l'intermédiaire de la flexibilité du taux d'intérêt. Si ce modèle est utile pour comprendre le rôle nécessaire de la finance, la récurrence des crises financières est venue l'amender. La stabilité financière ne peut s'obtenir par la seule coordination marchande

---

<sup>15</sup> Ces citations sont tirées du livre *Economie monétaire* d'Alain Beitone et Christophe Rodrigues.

et plus encore, l'instabilité financière est endogène et intrinsèquement liée à un système économique où la finance joue un rôle important.

De plus, la politique microprudentielle, visant à réduire les risques de liquidité et de solvabilité à l'échelle de chaque institution financière, se montre insuffisante pour assurer la stabilité du système financier dans son ensemble. Comme l'a montré la crise de 2008, la protection du risque financier à l'échelle microéconomique peut même participer à l'instabilité financière à l'échelle macroéconomique. Deux exemples :

① Lorsque le risque d'une panique bancaire et donc d'une crise de liquidité battait son plein, **les banques ont fait preuve de prudence et ont préféré conserver leurs liquidités. La conséquence a été un assèchement du marché interbancaire et un *credit crunch***, si bien que les BSR, y compris les plus solvables, ont été exposées plus encore au risque de liquidité. La contraction du crédit a pour sa part été préjudiciable à la demande globale et a nourri la possibilité d'une déflation comme lors des années 1930. Ainsi, **un comportement prudent au niveau individuel conduit, par agrégation, à accroître le risque pour l'ensemble des acteurs du système financier et économique.**

② La **titrisation** a été conçue comme un moyen pour les banques de se libérer du risque du crédit mais aussi comme un moyen de dégager des marges de liquidités en sortant les prêts de leur bilan. **A titre individuel, chaque banque était mieux protégée mais à une échelle collective, la titrisation a participé à l'augmentation de la prise de risque et à sa dissémination.**

➔ L'approche macroprudentielle vient donc compléter les mesures microprudentielles pour assurer la résilience globale des institutions financières et faire en sorte plus largement, que les difficultés financières ne conduisent pas à une contagion au sein de la sphère réelle.

### ① L'introduction de coussins contracycliques et le renforcement de la supervision bancaire

La prévention macroprudentielle vise donc à une réduction systémique. Les mesures s'inscrivant dans cette logique, cherchent alors à :

↳ à **assurer la surveillance du système** financier en accordant une **attention particulière aux banques systémiques**. Il s'agit de tenir compte plus efficacement contre l'aléa moral des banques. Pour ce faire, ces derniers doivent répondre à des exigences réglementaires de solvabilité supplémentaires et prendre en compte dans l'évaluation du risque de crédit au niveau individuel des indicateurs de risque systémique comme l'évolution du prix des actifs, le rapport entre le total des crédits accordés et le PIB. Il s'agit aussi de lutter contre le *shadow banking* (finance de l'ombre) qui accentue la prise de risque des banques et réduit l'efficacité d'une supervision du système financier ;

↳ à **mettre en place des « coussins de fonds propres »** contracycliques et/ou liés au risque systémique.

Cela signifie qu'en situation de prospérité économique et d'optimisme des agents, propice la formation de bulles spéculatives et au surendettement, les fonds propres demandés aux banques doivent augmenter. Par ce biais, les autorités envoient un signal aux agents qui sont incités à modérer leur euphorie. De même, en situation de récession économique, l'exigence de fonds propres se relâche et les BSR peuvent puiser dans leurs liquidités pour soutenir la demande et l'activité.

Les accords de Bâle III visent à tirer les leçons de la crise de 2008 qui a mis en relief l'importance d'une régulation macroprudentielle. Ces accords ont préconisé la mise en œuvre de deux dispositifs supplémentaires pour renforcer le ratio de fonds de propres d'un niveau minimum de 4.5% (présenté supra)

① Un **coussin contracyclique** (compris entre 0 et 2,5%) à mettre en œuvre en situation de surchauffe (croissance potentielle supérieure à la croissance effective engendrant des tensions inflationnistes et une appréciation excessive des actifs).

② Une **surcharge systémique** (comprise entre 0 et 2,5 %) qui s'applique aux banques systémiques.

De même, un **ratio de levier** a été créé (fonds propres de base / ensemble des actifs). Le fait d'introduire un ratio dans lequel les actifs ne sont pas pondérés par les risques permet de **limiter le risque de modèle**. Le ratio



inclut également les engagements hors-bilan et permet de prendre en compte les risques liés au *Shadow banking*.

#### Remarque – Pour comprendre le *Shadow banking*

(à partir de l'ouvrage de [Alain BEITONE](#) et [Christophe RODRIGUES](#), *Economie monétaire*, 2017)

Le « Shadow Banking » est un système bancaire parallèle, apparu à la fin des années 2000, en liaison avec la crise financière mondiale.

Il se compose d'un ensemble des institutions financières qui réalisent des opérations de banque, sans relever de la législation bancaire. Elles ne sont pas ainsi soumises à la réglementation prudentielle et ne peuvent pas bénéficier de la politique d'*open market* des banques centrales de leur pays ou zone monétaire (elles n'ont pas accès au marché interbancaire pour se refinancer).

Parmi les institutions qui appartiennent au système bancaire parallèle on peut citer :

↳ les Hedge Funds : des organismes financiers qui effectuent des placements risqués sur des marchés traditionnels ou sur des produits financiers plus « exotiques » ou innovants. Leur objectif est d'offrir aux épargnants qui leur confient la gestion de leurs fonds, des rendements qui sont supérieurs aux rendements du marché,

↳ les Money Market Funds : es institutions financières qui collectent de l'épargne liquide et qui la rémunère en réalisant des placements les plus rémunérateurs possible. Pour réaliser cette transformation d'échéance, les MMF comptent sur la liquidité de marché, c'est-à-dire sur la possibilité de revendre à tout moment des actifs sur le marché si les épargnants veulent retirer leur épargne liquide.

↳ Les véhicules de titrisation déjà évoqués.

Ce système bancaire parallèle appelle à être contrôlé au regard de ses effets procycliques et de l'hypertrophie de la finance car :

↳ d'une part, en période de prospérité, ce système nourrit l'euphorie collective. Ces institutions financières procèdent à des opérations d'actifs d'envergure alimentant la tendance haussière des cours. Les plus-values importantes effectuées durant la phase d'expansion du cycle financier encouragent à une prise de risques croissante jusqu'au retournement. À ce moment-là, ces investissements sont les premiers à être confrontés à une crise de liquidité et menace alors l'intégrité financière du système bancaire.

↳ d'autre part, en participant à la financiarisation de l'économie que l'on sait être facteur endogène de fluctuations, le *shadow banking* augmente la probabilité de crises financières systémiques.

## ② L'union bancaire européenne, une illustration de la logique macroprudentielle

L'**union bancaire** correspond à l'ensemble des mesures destinées à renforcer la stabilité financière au sein de l'UE. Elle a permis l'**adoption d'une réglementation prudentielle commune au sein de la zone**. Elle repose sur **deux piliers**.

① Le mécanisme européen de surveillance unique ou également nommé **mécanisme de supervision unique (MSU)** adopté en 2013.

↳ Le **MSU** vise à la **surveillance des établissements bancaires au niveau de l'ensemble de l'UE**. Celui-ci relève d'une **logique préventive** : il s'agit de vérifier le respect des ratios de liquidité et de solvabilité des BSR européennes dans le but d'assurer la sécurité et la stabilité des banques et anticiper les difficultés éventuelles.

↳ **Le MSU est pris en charge par la BCE mais prévoit un partage des tâches entre la banque centrale et les autorités nationales de régulation. La BCE surveille spécifiquement les « banques significatives »** (définition extensive des banques pouvant induire un risque systémique) alors que les autorités nationales surveillent les établissements de taille moins importante.

↳ Cette supervision prend la forme notamment de **tests de résistance (ou stress tests) bancaire**. Un **stress test** est un **exercice mené par les banques centrales (dont la BCE dans le cadre de l'Union bancaire et du MSU) qui met à l'épreuve un ensemble de banques en la confrontant à un scénario économique extrême** (fort ralentissement de la croissance économique, hausse du taux de chômage, accélération de l'inflation, défaillances d'entreprises et de ménages emprunteurs). Le but est **d'évaluer si les banques concernées par le test ont des fonds propres suffisants pour absorber ce choc**.

② **Le mécanisme de résolution unique (MRU) fonctionnant effectivement depuis 2015.**

↳ Le **MRU** a pour objectif **d'intervenir si une BSR rencontre de graves difficultés**, c'est-à-dire si sa défaillance est probable ou avérée. Le mécanisme est mis en œuvre par un conseil de résolution qui peut avoir recours à un **fonds de résolution alimenté par des contributions de banques** et qui permet donc de disposer de moyens financiers pour structurer le capital de la banque en difficulté.

↳ Par la mise en place de ce fonds de résolution que les BSR alimentent elles-mêmes, le MRU prévoit et met en place des mesures qui s'inscrivent dans le **principe du *bail in***, en vertu duquel **on doit faire appel en priorité aux créanciers des banques pour faire face aux problèmes de solvabilité**.

Le principe du *bail in* vise à **limiter le recours aux fonds publics (logique du *bail out*)** pour sauver les banques insolubles **car cela encourageait les comportements d'aléa moral des banques systémiques se sachant « *too big to fail* »**.

↳ A cet égard, **la BCE a progressivement augmenté la sévérité de ces tests et en tenant compte du risque récessif de la COVID-19, le stress test de l'été dernier permet d'observer une amélioration de la résilience bancaire dans son ensemble**. Les banques disposent de davantage de fonds propres qu'en 2009 (hausse du ratio de solvabilité bancaire de 5,5 points de %).

↳ Si des **BSR obtiennent des résultats insatisfaisants aux tests de résistance bancaire, elles vont être progressivement contraintes par la BCE à augmenter leur volume de fonds propres** (obligation de mettre en réserve une partie de leurs profits et de ne pas le redistribuer aux actionnaires, obligation de lever des fonds en bourse en émettant des actions).

Plus largement, **le MSU a le pouvoir s'il juge une banque peu prudente et/ou contrevenant à la réglementation prudentielle en vigueur dans l'UE, de lui imposer des sanctions et lui retirer son agrément**.

Dans le cadre de ce type d'action il ne s'agit pas de créer une panique bancaire et la BCE agit progressivement et en communiquant clairement son action aux agents (***forwad guidance***).

Enfin, pour conclure, il apparaît que l'union bancaire est un chantier inachevé. En effet, **un *système d'assurance des dépôts* devrait constituer le troisième pilier de l'union bancaire**.

↳ L'assurance des dépôts est conçue **pour limiter la possibilité de paniques bancaires, pouvant précipiter des crises systémiques, en couvrant les déposants, à concurrence d'un certain montant, lorsque leur banque devient insolvable**. Les régimes existants d'assurance des dépôts sont nationaux<sup>16</sup>, si bien qu'en cas de défaillance d'une banque importante, le fonds de garantie des dépôts national se révélerait rapidement insuffisant, mettant les finances publiques nationales sous pression.

↳ **Ce projet est politiquement controversé. Les objections font valoir que les risques bancaires ne peuvent être mutualisés que si tous les pays membres font les mêmes efforts pour limiter les risques**. Ceux-ci sont très différents d'un pays à l'autre au vu des écarts importants entre les créances non performantes en proportion des crédits des banques.

<sup>16</sup> En France il s'agit du Fonds de Garantie des dépôts créés en 1999 et devenu en 2013 le Fonds de garantie des dépôts et de résolution (FGDR)

---

**BIBLIOGRAPHIE & SITOGRAPHIE**

---

- Alain Beitone et al., *Economie, sociologie et histoire du monde contemporain (ECE 1 et 2)*, coll. « U », Armand Colin, 2018
- Alain Beitone et Christophe Rodrigues, *Economie monétaire. Théories et politiques*, coll. « Coursus », Armand Colin, 2017
- Alain Beitone, Lionel Lorrain et Christophe Rodrigues, *La dissertation en science économique*, coll. « Eco Sup », Dunod, 2019
- Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek, *La dette, le boom et la crise*, Atlas economica, 1985
- Jézabel Couppey-Soubeyran, *Monnaie, banques, finance*, coll. « Quadrige », PUF, 2012
- Jézabel Couppey-Soubeyran, *Blablabanque. Le discours de l'inaction*, Michalon », 2015
- Laurence Scaliom, *La fascination de l'ogre. Ou comment desserrer l'étau de la finance*, coll. « Raison de plus », Fayard, 2019
- Moïse Sidiropoulos, Aristomène Varoudakis *Macroéconomie en pratique*, coll. « Eco Sup », Dunod, 2019
- Paul Krugman, Robin Wells, *Macroéconomie*, 4<sup>e</sup> édition, De Boeck Supérieur, 2019
- Paul Krugman, *Pourquoi les crises reviennent toujours ?*, Coll. « Points », Seuil, 2012
- Dominique Plihon, *Les taux de change*, coll. « Repères », La Découverte, 2010
- Stéphane Déès, *Macroéconomie financière*, coll. « Eco Sup », Dunod, 2019
- Valérie Mignon, *La macroéconomie après Keynes*, coll. « Repères », La Découverte, 2010
- Pierre-Cyrille Hautcoeur, *La crise de 1929*, coll. « Repères », La Découverte, 2009
- Nicolas Couderc et Olivia Montel-Dumont, *Des subprimes à la récession. Comprendre la crise*, La Documentation française, 2009
- Nicolas Couderc et Olivia Montel-Dumont, « D'une crise à l'autre. Des subprimes à la crise mondiale », *Cahier français* n°359, 2010
- Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard, « La crise des subprimes », un rapport du CAE de 2008 : <https://www.cae-eco.fr/La-crise-des-subprimes.html>
- Patrick Artus, « Une lecture marxiste de la crise », *Flash économie*, Natixis du 6 janvier 2010 : <http://gesd.free.fr/flas0002.pdf>
- Patrick Artus, « C'est quoi la financiarisation de l'économie ? », *Flash économie*, Natixis du 4 février 2020: <http://ses.ens-lyon.fr/fichiers/Articles/2020-02-04-artus-fe160.pdf>
- Banque de France, « La stabilité financière », « L'éco en bref » : [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/818345-eco-bref\\_stab-fi.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/818345-eco-bref_stab-fi.pdf)
- Valère FOUREL, Julien IDIER, Valerio SCALONE et Aurore SCHILTE, « Les stress-tests bancaires à l'épreuve de la Covid 19 », Banque de France Blog-note éco billet n°196.  
Episode 1 : <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/stress-tests-bancaires-des-outils-danalyse-prudentielle-episode-1>  
Episode 2 : [https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/sites/default/files/billet\\_blog\\_196\\_vf\\_n.pdf](https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/sites/default/files/billet_blog_196_vf_n.pdf)