

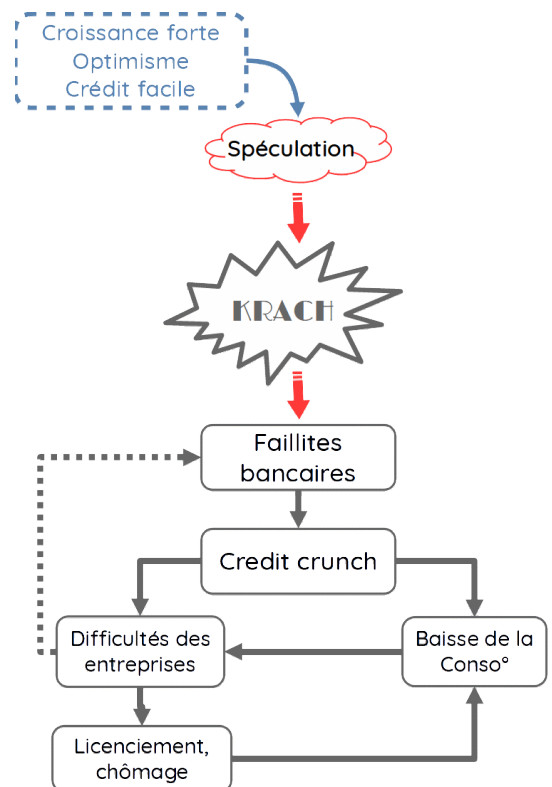
CRISES FINANCIÈRES ET RÉGULATION

Les marchés financiers jouent un rôle important dans une économie. Ils permettent aux agents en besoin de financement de rencontrer des agents en capacité de financement, et assurent ainsi le développement de l'activité économique. Sur le marché primaire, les entreprises peuvent émettre des actions ou des obligations pour se financer. Sur le marché secondaire (la Bourse), le prix de ces titres évolue en fonction de l'offre et de la demande des investisseurs. Depuis les années 1980, un vaste marché mondial des capitaux s'est constitué : on parle de globalisation (ou mondialisation) financière. Ce processus est le fruit d'un ensemble de réformes et de transformations des marchés financiers. On a assisté à une libéralisation de la finance, avec pour objectif de faciliter le financement des entreprises, et donc de doper la production de richesses. Or la globalisation financière et la libéralisation des flux financiers s'accompagnent aussi d'un accroissement du nombre de crises financières. À travers les exemples des crises de 1929 et de 2008, il s'agit donc ici de comprendre quels sont les mécanismes d'une crise financière, comment une crise financière affecte l'économie réelle et quels sont les outils dont disposent les autorités publiques pour lutter contre ces crises récurrentes.

I – La crise des années 1930 et la crise de 2008

A. La crise des années 1930

Les années 1920 sont marquées aux États-Unis par une **croissance forte** et par un optimisme marqué quant à la pérennité de cette activité florissante. La production augmente à un rythme soutenu et le **fordisme** qui s'étend permet un accroissement du niveau de vie de la population. Ce sont les « années folles ». La **spéculation boursière** se développe extrêmement rapidement, et se répand dans une part grandissante de la population. Les **banques** accélèrent cette tendance en prêtant de l'argent aux investisseurs pour qu'ils puissent acheter toujours plus d'actions (« call loan »). La hausse des cours boursiers entretient l'euphorie, et de plus en plus de personnes cherchent à profiter de l'aubaine. C'est ainsi que se forme une **bulle spéculative** à la Bourse de New York : face à une demande toujours croissante, le prix des actions s'envole bien au-delà de leur valeur fondamentale (qui peut être calculée à partir des revenus futurs que le propriétaire de l'action peut espérer en tirer). Le jeudi 24 octobre 1929, la bulle éclate et la **panique** s'empare de Wall Street. S'il est difficile de savoir pourquoi le marché se retourne, on observe que sur cette seule journée du jeudi, plus de 13 millions d'actions sont vendues. Les cours s'effondrent. Cette baisse des cours se poursuit jusqu'au début des années 1930. De nombreux investisseurs sont ruinés (on estime à plus de 30 Mds de \$ les pertes liées à l'effondrement des cours) et ne peuvent plus rembourser les prêts que les banques leur avaient accordés. Des banques sont à leur tour entraînées dans la chute par un **effet domino**, fragilisant leurs clients (entreprises et ménages). C'est près de la moitié des banques américaines qui fait faillite dans les années qui suivent. Les autres banques, en difficultés ou inquiètes, cessent de prêter de l'argent aux ménages et aux entreprises (**credit crunch**), ce qui provoque des faillites et des licenciements, tandis que la **demande** baisse du fait de l'appauvrissement des épargnants. Le **chômage** grimpe en flèche, pour atteindre plus de 25 % des actifs en 1933. L'activité économique s'effondre et le PIB diminue de 30 % entre 1929 et 1933.



La crise s'étend au monde entier par deux mécanismes : d'une part, les investisseurs et les banques américaines rapatrient leurs capitaux placés sur les marchés financiers européens, mettant en difficulté les acteurs financiers d'Europe. D'autre part, ils mettent en place une **politique protectionniste** pour tenter de préserver les entreprises américaines. Face à la baisse des exportations, de nombreux pays connaissent à leur tour des difficultés économiques. Le krach boursier du Jeudi noir est devenu la Grande Dépression.

B. La crise de 2008

Au début des années 2000 aux États-Unis, la Fed décide de mener une **politique monétaire expansionniste** pour contrer les effets négatifs du krach qui a eu lieu sur le Nasdaq (la bourse des entreprises de la nouvelle économie) et des attentats du 11 septembre. Elle pratique alors une politique de taux d'intérêt très bas. Cette baisse des taux d'intérêt incite les ménages à investir dans l'immobilier, en souscrivant un crédit. Face à la demande de crédit et pour développer leur activité, les banques se mettent à accorder des prêts à des ménages de moins en moins solvables (de plus en plus pauvres) : des **crédits subprime**. Les crédits ainsi accordés sont souvent des **crédits hypothécaires** et à **taux variables** (les taux d'abord très bas augmentent au fur à mesure des remboursements). Compte tenu de la **bulle immobilière** qui se forme alors, ces dernières pensent qu'il est rentable de prêter même à des ménages à risque élevé, car elles pourront se rembourser en saisissant le bien immobilier dont la valeur a augmenté entre temps. De plus, les banques transforment les crédits qu'elles accordent en titres (plus précisément en obligations : des produits financiers qui rapportent un intérêt) : on parle de **titrisation**. Dans le même temps, la faiblesse des taux d'intérêt poussent les acteurs de la sphère financière à rechercher des placements plus lucratifs. Ils se tournent vers le secteur immobilier, qui semble alors un secteur sûr, d'autant que l'État américain incite fortement les ménages à devenir propriétaires. Cela est rendu possible par le mécanisme de la titrisation, cette transformation des crédits immobiliers accordés par les banques aux ménages en produits financiers, que ces mêmes banques revendent aux investisseurs sur les marchés financiers. En 2008, 1/4 des crédits accordés aux ménages sont des crédits subprime. En 2006, inquiète de la flambée des prix de l'immobilier, la Fed décide d'augmenter ses taux directeurs. C'est le point de départ de l'engrenage qui va plonger le monde entier dans la plus grande crise économique depuis la Grande Dépression. Les taux ayant augmenté, de plus en plus de ménages se retrouvent dans l'incapacité de rembourser leur banque et les **défauts de paiement** se multiplient. Les maisons sont saisies et mises sur le marché. Mais comme les acheteurs se sont raréfiés, le prix des maisons s'effondre. L'**éclatement de la bulle** provoque de nouveaux défauts de paiement (pourquoi rembourser un crédit de 100 000 \$ si la maison qu'on occupe n'en vaut plus que 50 000 ?). Les crédits n'étant plus remboursés, les titres qui avaient été construits à partir de ces crédits perdent leur valeur (car ils ne génèrent plus de revenus). Tous les agents économiques (des banques, des entreprises, mais aussi des États – comme l'Islande – ou des collectivités locales) qui avaient massivement investi dans ces produits financiers se retrouvent alors en difficulté. Les difficultés des banques et la **faillite** de grandes institutions comme la Lehman Brother à l'été 2008 provoquent une crise de confiance sur le **marché interbancaire** : les banques ne se prêtent plus de liquidités, et cessent d'accorder des prêts aux agents économiques. L'économie est donc freinée brutalement, le PIB chute et le **chômage** explose.

II – Les mécanismes d'une crise financière

On distingue plusieurs types de crises qui affectent le système financier :

- **crise bancaire** : faillite d'une ou plusieurs banques, qui fait suite à une situation d'illiquidité ou d'insolvabilité de celles-ci. Une banque illiquide est incapable de se procurer et de fournir à ses clients de la monnaie Banque Centrale. Une banque insolvable ne peut plus honorer les paiements auxquels elle s'était engagée. Elle disparaît donc avec tous les dépôts de ses clients. Ces faillites entraînent la paralysie du système bancaire du fait de la perte de confiance, donc une contraction du crédit (credit crunch).
- **crise boursière** : effondrement de la valeur des cours boursiers (des actions d'entreprises en particulier)

- **crise de change** : effondrement de la valeur d'une monnaie par rapport aux autres monnaies (taux de change).
- **crise de la dette publique** : incapacité d'un État à rembourser ses créanciers

A. La formation et l'éclatement des bulles spéculatives

La plupart des crises boursières trouvent naissance dans la formation d'une **bulle**. Une bulle spéculative se définit comme une augmentation de la valeur d'un actif bien au-dessus de sa valeur fondamentale. Les bulles spéculatives sont alimentées par les comportements de **spéculation**, c'est-à-dire des décisions d'achat/vente d'actifs à très court terme dans l'objectif de réaliser des plus-values. L'éclatement de la bulle se traduit par un effondrement rapide de la valeur de l'actif.

La formation tout comme l'éclatement des bulles spéculatives sont en grande partie liés à des **comportements mimétiques**. Dès 1936, John M. Keynes montre que les agents qui spéculent sur les marchés financiers prennent une décision de cession ou d'achat de titres en fonction du comportement qu'ils pensent que les autres vont adopter. Les **anticipations** sont donc au cœur des décisions des spéculateurs. Or le futur étant par nature incertain, il est difficile d'anticiper sans se tromper. Il utilise la métaphore du concours de beauté pour comprendre le comportement des spéculateurs. Dans ce concours, les personnes sont amenées à élire une reine de beauté et sont récompensés si elles ont choisi la gagnante, celle qui a obtenu le plus de votes. Les participants n'ont alors pas intérêt à voter pour la personne qu'ils trouvent personnellement la plus belle, mais à voter selon ce qu'ils pensent être l'opinion des autres. Le **mimétisme** est la réponse à l'incertitude. Ces comportements d'imitation des acteurs sur un marché sont des comportements rationnels à l'échelle individuelle. Ils s'expliquent soit par la difficulté d'accéder à l'information pour prendre des décisions, soit par la volonté de tirer profit de la variation des cours (sans se soucier du bien-fondé de ces cours). La bulle spéculative est donc le résultat d'une croyance collective partagée par les acteurs du marché qui devient une **prophétie auto-réalisatrice**. En clair, lorsqu'une croyance à la hausse des cours est de plus en plus répandue, les acteurs achètent massivement les titres dont ils pensent que la valeur va augmenter. Ce comportement engendre par là même la hausse des cours. À l'inverse, lorsque la croyance en la hausse est de moins en moins partagée et que de plus en plus d'acteurs prédisent la baisse, la croyance va se retourner, ce qui peut occasionner des ventes brutales de titres (pour prendre les gains tant qu'on le peut et/ou ne pas subir de pertes). Dans ce cas, les comportements mimétiques contribuent à ce que la chute des cours soit brutal, car la panique succède à l'euphorie.

B. La place des banques dans les crises financières

L'histoire des crises de 1929 et de 2008 soulignent le rôle particulier que jouent les banques dans les mécanismes de la crise. Les banques sont en effet un maillon central du système financier, et, de ce fait, participent largement à la transmission d'un secteur à l'autre de la crise. Les crises financières peuvent d'abord naître au sein-même du système bancaire. Par ailleurs, les banques, par leur comportement de crédit, peuvent accroître le risque en alimentant les bulles spéculatives ou en le diffusant à d'autres acteurs du système financier par le biais de la titrisation.

1) Les paniques bancaires

L'annonce de pertes ou de faillites bancaires peut provoquer un mouvement de panique des clients, qui se ruent aux guichets des banques (**bank run**) pour retirer leur monnaie sous forme fiduciaire (billets). Or les banques ne disposent pas de quantités de billets équivalentes aux sommes inscrites sur les comptes du fait que la majorité des transactions monétaires se font par la monnaie scripturale (via des virements et des CB). Un retrait massif de monnaie fiduciaire peut alors provoquer la faillite des banques. Pour éviter ces paniques bancaires, les États ont adopté des réglementations qui garantissent les dépôts des clients des banques. En France, cette garantie se monte à 100 000 € par déposant et par établissement. Ils peuvent aussi, en cas de crise, limiter les retraits d'argent liquide. C'est ce qui a été appliqué en Grèce en 2015 (60€ par jour et par personne).

2) Les faillites bancaires et l'effet-domino

Les banques investissent par de nombreux moyens sur les marchés financiers en achetant pour leur compte ou pour celui de leurs clients des titres financiers – actions et obligations d'entreprises, Bons du Trésor des États – pour rémunérer des produits d'épargne et de placement qu'elles proposent à leurs clients, par exemple les assurances-vie. De ce fait, l'éclatement d'une bulle financière peut mettre en difficulté une banque qui se retrouve avec des pertes financières importantes auxquelles elle ne peut pas forcément faire face, en particulier si ses fonds propres (capitaux que possède la banque, apportés par ses actionnaires et ses bénéficiaires, en dehors des comptes de ses clients) ne sont pas très importants. Une crise boursière peut ainsi conduire, comme dans les années 1930, à la faillite certaines banques.

Comme les banques sont interconnectées, et s'accordent des prêts mutuellement, les difficultés ou la faillite de l'une d'entre elles peut mettre en difficultés d'autres banques et fragiliser, par réaction en chaîne l'ensemble du système bancaire. C'est **l'effet-domino**. Par ailleurs, lors d'une crise (financière ou bancaire) les banques sont moins enclines à échanger des liquidités (de la monnaie BC) sur le marché monétaire interbancaire. La crise de confiance peut alors déboucher sur une paralysie du marché monétaire, qui fragilise plus encore les banques, et les conduits à fortement restreindre les crédits accordés à l'économie.

3) Les banques peuvent accroître le risque et l'ampleur des crises financières

Les banques, du fait de leur comportement de prêt, peuvent alimenter les bulles spéculatives en période d'euphorie. Ce fut le cas dans les années 1920 avec les call loan, ou dans les années 2000 avec les crédits subprime.

Par ailleurs, les innovations financières qui leur permettent de trouver de nouvelles sources de gains contribuent à augmenter les risques dans le système financier. Les call loans dans les années 1920 ont ainsi facilité la spéculation et alimenté la bulle boursière. Au cours des années 2000, c'est l'invention de la titrisation qui a contribué à augmenter l'ampleur de la crise. Puisque les banques qui accordaient les crédits s'en « débarrassaient » sous forme de titres financiers, elles ne supportaient plus directement le risque de non-remboursement, ce qui a pu les pousser à multiplier les crédits risqués. Et l'achat de ces titres par de nombreux autres agents économiques a contribué à diffuser la crise dans le monde entier.

Les banques ont donc souvent joué un rôle particulier dans les mécanismes des crises financières. Elles jouent également un rôle central dans la transmission de la crise financière à l'économie réelle, même si d'autres canaux de transmission existent en dehors des banques.

III – De la crise financière à la crise économique : les canaux de transmission

A. Le canal du crédit : le credit crunch (ou contraction du crédit)

Le 1er canal de transmission d'une crise financière à la sphère économique réelle est le **canal du crédit**. Lors d'une crise financière, les banques se trouvent fragilisées et sont moins optimistes concernant l'évolution de l'activité économique à l'avenir. Elles deviennent plus sensibles au risque et augmentent les taux d'intérêt qu'elles pratiquent envers leurs clients. Par ailleurs, si plusieurs banques sont fortement touchées par la crise financière (faillite, ou crise d'insolvabilité – une banque ne peut pas payer ses dettes), le risque est celui d'une paralysie du **marché monétaire interbancaire**, le marché où les banques de second rang peuvent se refinancer. Si leur refinancement est plus difficile, les banques devront limiter leur activité de crédit aux ménages et aux entreprises : c'est le **credit crunch**. Le resserrement du crédit fait baisser l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, et peut même pousser certaines entreprises à la faillite. La **demande globale** diminue, entraînant une baisse de la production, et par conséquent de l'emploi. Le **chômage** s'accroît (chômage conjoncturel), renforçant alors la compression de la demande (baisse des revenus, épargne de précaution...). La crise financière est devenue crise économique.

B. Les effets de richesse négatifs

La perte de la valeur des actifs possédés par les ménages et les entreprises fait baisser la valeur des patrimoines. Se produit alors un **effet de richesse négatif** : les ménages, se considérant comme appauvris, réduisent leur consommation et augmentent leur épargne pour reconstituer leur patrimoine. La consommation diminue donc, entraînant alors le ralentissement de l'activité économique et la montée du chômage. Par exemple, en 2001, Enron, un fond de pension, c'est-à-dire un organisme qui gère les retraites des ménages américains, a fait faillite. Tous les ménages qui avait y souscrit un contrat de retraite perdent tout le capital investi : ils ne touchent plus de pension pour les plus âgés, et savent qu'ils ne toucheront pas de pension pour ceux qui sont encore en activité. C'est un effet de richesse négatif très fort : ces derniers vont devoir épargner encore plus pour compenser la disparition de leur patrimoine et pouvoir bénéficier quand même d'une pension de retraite.

Les entreprises sont également concernées par ces effets de richesse négatifs. La perte de valeur de leur actif peut les conduire à plus de prudence dans les décisions d'investissement. Cela contribue donc à ralentir l'activité économique (moins d'investissement, moins d'embauches).

C. Les ventes forcées et la baisse du prix du collatéral

Lorsqu'une crise financière éclate, la baisse rapide de la valeur des actifs peut accroître le poids des dettes de certains agents économiques (= la part du patrimoine que représentent ces dettes). Certains agents vont alors chercher à rembourser leurs dettes. Pour cela, ils vendent une partie de leurs actifs. Comme ils sont pressés, ils vendent à un prix bas. Si beaucoup d'agents sont dans la même situation, ces ventes forcées alimentent la déflation (la baisse du prix des actifs), entraînant dans la difficulté d'autres agents économiques et étendant la déflation à d'autres marchés. C'est ce à quoi on a assisté en 2008 lorsque les maisons saisies ont été mises sur le marché et ont fini par être bradées du fait de la baisse des prix immobilier.

Le **collatéral** vient du latin et signifie "à côté" : il est utilisé en finance pour désigner les biens apportés sous forme de garanties. Certaines transactions financières comportent un risque de crédit, c'est-à-dire un risque que l'une des contreparties fasse défaut avant même d'avoir rempli son obligation. Pour pallier ce risque, un collatéral (= une garantie, un gage) peut être utilisé lors de la transaction. Ainsi, si le débiteur fait défaut, le créancier a le droit de conserver les actifs mis en garantie, qui une fois revendus, permettront de couvrir la perte financière subie. Le collatéral peut voir sa valeur augmenter ou diminuer. Si la valeur des collatéraux augmente, cela signifie que l'agent peut apporter davantage de garanties donc cela augmente sa capacité d'emprunt. Au contraire, si le prix du collatéral diminue, cela diminue la capacité d'emprunt de l'agent économique. La baisse du prix du collatéral peut donc renforcer les effets de la contraction du crédit sur la demande, et accentuer la récession.

IV – Comment réguler le système bancaire et financier ?

A. La nécessité de lutter contre l'aléa moral (« too big to fail »)

Certaines banques sont de très grande taille, elles deviennent alors tellement importantes pour l'économie qu'il n'est pas envisageable de les laisser faire faillite. On dit qu'elles sont « too big to fail ». Ces banques de très grande taille ou qui sont susceptibles d'entraîner d'autres banques dans leur chute sont appelées **banques systémiques**. L'existence de banques d'importance systémique crée donc un **aléa moral** : si une banque pense qu'elle est d'importance systémique, elle sait qu'elle sera sauvée par les autorités si elle se retrouve au bord de la faillite. Elle est alors incitée à prendre plus de risques (par exemple en prêtant davantage à des agents risqués ou en faisant des placements risqués) pour réaliser plus de profits, mais elle augmentera par là le risque qu'il y ait une crise financière. C'est pourquoi les autorités tentent de contrôler l'activité des banques et de limiter ce risque d'aléa moral.

B. Supervision des banques et réglementation prudentielle

La **régulation financière** est l'ensemble des réglementations créées par les pouvoirs publics pour superviser les banques et limiter le risque de chocs systémiques.

1) Réduire l'aléa moral des banques en renforçant leurs fonds propres : le ratio de solvabilité

La régulation financière repose sur plusieurs outils. La première catégorie consiste à essayer de limiter les risques de faillites, en imposant une certaine proportion de fonds propres : ce sont les **ratios de solvabilité**. Les banques doivent disposer de fonds propres au moins égaux à 10,5 % des crédits risqués qu'elles ont accordés (et même plus pour les banques systémiques). En cas de non remboursement d'une partie de leur crédit, elles disposent ainsi d'un capital suffisant pour absorber elles-mêmes leurs pertes sans avoir à être secourues par les pouvoirs publics. La mise en œuvre de cette réglementation a permis d'améliorer sensiblement le ratio de solvabilité de nombreuses banques. Par exemple, en France, le ratio moyen est passé de 5,8 % avant 2008 et 13,8 % quelques années plus tard.

Cependant de nombreux économistes soulignent les limites d'un tel ratio. D'une part parce que le caractère risqué de l'actif est évalué par les banques elles-mêmes : elles peuvent donc continuer à minimiser les risques et faiblement pondérer certains actifs qui devraient l'être davantage, afin d'échapper à la contrainte. D'autre part, les fonds propres n'ont pas toujours la même qualité.

Par ailleurs, on a assisté au développement du « shadow banking », c'est-à-dire d'une forme de financement des acteurs économiques qui ne passent pas par les banques (ou bien par des activités hors-bilan) et qui échappe donc à cette volonté de régulation et de réduction du risque.

2) Réduire l'aléa moral par la surveillance et la gestion des faillites

Après la crise de 2008, dans plusieurs pays comme l'Irlande, l'Espagne ou Chypre, les États ont dû intervenir pour recapitaliser les banques, ce qui a augmenté la dette publique. L'Union Européenne a alors décidé d'accorder à la BCE un pouvoir de surveillance des plus grandes banques de la zone (surveillance de la solvabilité et de la liquidité des banques). La BCE doit signaler aux autorités européennes si la défaillance d'une banque est probable, et les autorités européennes décident des mesures à prendre via le mécanisme de résolution unique. Le principe est que les pertes de la banque doivent avant tout être payées par les actionnaires ou les gros créanciers de la banque, ou que l'on puise dans un fonds de résolution alimenté par les cotisations des banques, plutôt que de faire appel au renflouement des États. Autrement dit, il s'agit de privilégier le sauvetage interne au sauvetage externe.

L'Union européenne a mis en œuvre, suite à la crise des 2008 et ses conséquences, une Union bancaire (2014). Cette union bancaire applique donc les mêmes règles à toutes les banques situées sur le territoire européen, quelle que soit leur nationalité. Deux mécanismes ont été instaurés :

- le mécanisme de supervisions unique (MSU) : les Banques centrales nationales sous l'égide de la BCE surveillent les ratios de solvabilité et de liquidité des banques, et si nécessaire leur imposent de les relever en cas de risque avéré, et peuvent également leur infliger des sanctions
- le mécanisme de résolution unique (MRU) : ce mécanisme vient renflouer financièrement les banques en faillite. Mais il est financé par un fonds auquel doivent cotiser les banques comme dans un système d'assurance. Ce fonds doit atteindre 55 milliards d'euros en 2025 et qui doit être utilisé en cas de faillite. Il faut cependant noter que le montant mobilisable par le fonds de résolution risque d'être insuffisant en cas de crise financière systémique.

Enfin depuis 2014, la BCE surveille les banques grâce à la mise en place de « stress tests » réguliers pour voir si la banque est capable de résister à des chocs ; si ce n'est pas le cas, la banque doit augmenter sa part de fonds propres et réduire les risques.