

Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?

Introduction

Les crises financières sont un phénomène ancien mais qui, compte tenu de la hausse de leur fréquence depuis près d'un demi-siècle et de leurs conséquences néfastes, est devenu un sujet de préoccupation majeur dans les économies contemporaines. *Une **crise financière** désigne la déstabilisation brutale du **système financier**, c'est-à-dire de l'ensemble des institutions, règles et pratiques, qui rend possible la rencontre entre agents à capacité de financement et agents à besoin de financement.*

Les crises financières des années 1930 et de 2008 demeurent à ce jour les plus importantes de par leur ampleur et leur diffusion. Il est donc important d'en connaître les principales caractéristiques (OA1). Pour comprendre l'enchaînement des faits, il est nécessaire d'avoir recours à des modèles : tout d'abord pour comprendre le rôle que jouent les bulles spéculatives dans l'émergence des crises financières (OA2), ensuite pour comprendre celui des phénomènes de panique bancaire et faillites bancaires en chaîne dans la diffusion et l'aggravation de celles-ci (OA3), puis pour connaître comment les crises financières produisent des effets sur l'économie réelle (OA4). Grâce à ces analyses, il sera ensuite possible d'identifier certains des principaux instruments permettant de limiter l'occurrence des crises financières (OA5).

Objectif d'apprentissage 1 : 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).

La crise financière des années 1930

La crise financière des années 1930 trouve son origine aux Etats-Unis. Les cours boursiers¹ y accélèrent à partir de 1927. L'indice de référence, le *Dow Jones*², double de septembre 1928 à septembre 1929. Au début du mois d'octobre 1929, les cours commencent à baisser. La

¹ Prix auxquels s'échangent les actions en bourse.

² Indicateur chiffré reflétant l'évolution de la valeur des cours boursiers de 30 entreprises américaines du secteur industriel cotées à la bourse de New-York.

baisse s'accélère le 23 octobre. Le lendemain, le fameux « jeudi noir », les détenteurs d'actions, pris de panique, vendent massivement ; plus de 16 millions d'actions sont vendues ce jour-là. *La valeur des actions chute brutalement, c'est l'effondrement boursier.* Entre 1929 et 1931, l'indice *Dow Jones* est divisé par plus de 10.

Face à cet effondrement boursier, les épargnants, pris de panique, se précipitent auprès de leurs banques pour retirer leurs avoirs. Celles-ci ne peuvent pas suivre le rythme des retraits. En un peu plus de trois ans, plus de la moitié des banques disparaît. De novembre 1929 à mars 1933, leur nombre passe aux Etats-Unis de 25 000 environ à près de 12 000.

La multiplication des faillites de banques réduit mécaniquement les crédits accordés à l'économie, et spécifiquement aux entreprises. De plus, les banques qui ont survécu sont incitées à augmenter leur taux d'intérêt dans un contexte très risqué, rendant ainsi le crédit plus cher. Face aux difficultés de financement, nombreuses sont les entreprises qui font faillite. On parle alors de **faillites en chaîne** pour désigner ce *processus selon lequel des faillites de banques entraînent des faillites d'entreprises.*

Dans ce contexte d'incertitude, de faillites en chaîne et de hausse des taux d'intérêt, les ménages consomment moins et les entreprises investissent moins. L'investissement est pratiquement divisé par 10 en valeur entre 1929 et 1933. Ainsi, la production industrielle mondiale baisse de presque 40 % en trois ans³. On assiste à une **chute du PIB**, (*produit intérieur brut qui est un indicateur de la valeur de la production, généralement d'un pays, calculé essentiellement à partir des valeurs ajoutées mesurées au prix de marché*) et à un **accroissement du chômage** (*nombre de personnes sans emploi et en cherchant un*). Le chômage passe de 3 % à 15 % de la population active aux Etats-Unis, ce qui représente 15 millions de personnes en 1933 et va même dépasser les 20 % dans de nombreux pays.

La crise financière de 2008

Le développement des crédits immobiliers (les crédits *subprimes*) accordés par des banques américaines à des ménages ayant des revenus faibles ou précaires peut être considéré comme étant à l'origine de la crise financière. Le prêt *subprime* moyen s'élevait à 100 000 dollars et les remboursements se faisaient les deux premières années à un taux fixe attractif (1%) et les vingt-huit années suivantes à taux variable augmenté d'une prime de 5%. La hausse des taux d'intérêt amorcée en 2004 par la banque centrale des Etats-Unis, qui s'est répercutée sur les taux des banques de second rang, a engendré l'impossibilité de rembourser chez un nombre important d'emprunteurs qui voyaient leur taux variable s'envoler. Certains ménages ont connu une multiplication par 10 de la valeur de leur mensualité, passant par

³ Comme pour la crise de 2008, la crise des années 1930 débute aux Etats-Unis avant de se diffuser à une grande partie des économies dans le monde.

exemple de 100 à 1 000 dollars. Les banques qui leur avaient prêté connurent alors des pertes importantes ; certaines firent faillite. Par la suite, la suspicion se généralisa à toutes les institutions financières, américaines et étrangères, ayant acheté des titres reposant sur les crédits *subprimes*.

À l'automne 2008, on assiste à un **effondrement boursier** à la suite de la chute du cours des crédits *subprimes*. Durant l'année 2008, le *Dow Jones* a perdu 33,8 % de sa valeur et l'indice CAC 40⁴ de la Bourse de Paris a reculé de 42,68 %. Cet effondrement boursier, couplé à une baisse des crédits octroyés par les banques, engendra des **faillites en chaîne** d'entreprises. Cela produisit une **chute du PIB** et un **accroissement du chômage**. Par exemple, le PIB des Etats-Unis, comme celui de la France diminua d'environ 3 % sur l'année 2009, celui de la zone euro de 4,5 %. Le taux de chômage aux Etats-Unis passe de 5 % en 2007 à 7 % en 2008 et à 10 % en 2009. De nombreux pays connurent une tendance similaire.

Objectif d'apprentissage 2 : Comprendre et savoir illustrer la formation et l'éclatement d'une bulle spéculative (comportements mimétiques et prophéties auto réalisatrices).

Les crises financières, comme nous venons de l'illustrer avec la crise des années 1930 et la crise de 2008, présentent des similarités quant à leur déroulement bien que chacune soit singulière. Il convient alors de tenter d'analyser ces invariants pour expliquer ce que sont les crises financières. L'histoire montre qu'à l'origine d'une crise financière, il y a généralement une bulle spéculative qui se forme puis éclate. Les comportements mimétiques et les anticipations autoréalisatrices jouent un rôle essentiel dans cet enchaînement.

La formation de la bulle spéculative

On peut définir une **bulle spéculative** comme la situation de hausse durable et cumulative du prix d'un actif financier⁵ engendrée par une augmentation massive et continue de la demande malgré la hausse du prix.

La formation de la bulle débute le plus souvent par l'arrivée d'une bonne nouvelle laissant anticiper une meilleure rentabilité future d'un actif (par exemple, développement d'une technologie révolutionnaire par une entreprise laissant présager une hausse de la demande pour ses produits pouvant permettre une augmentation des dividendes qu'elle verse aux

⁴ Cotation Assistée en Continue - Indicateur chiffré reflétant la valeur boursière des 40 plus grosses entreprises (selon leur valeur boursière) cotées à la bourse de Paris.

⁵ Élément de patrimoine qui confère à son détenteur des droits à percevoir des revenus ou la possibilité d'un gain en capital (ex : actions et obligations, biens immobiliers).

détenteurs de ses actions)⁶. La demande de l'actif augmente alors (dans notre exemple, la demande d'actions de l'entreprise innovatrice), ce qui fait croître son prix si l'offre ne change pas (hausse du cours de l'action si aucune action supplémentaire n'est émise). Par soucis de ne pas vouloir passer à côté d'une bonne affaire, de nombreux investisseurs adoptent un **comportement mimétique**, c'est-à-dire qu'ils imitent les autres. La hausse de la demande est alors amplifiée, ce qui tire le prix vers le haut. Cette tendance à la hausse du prix est considérée comme une bonne chose par les investisseurs qui croient que celle-ci va se poursuivre, le prix à la revente leur permettant de réaliser une plus-value⁷ importante. L'anticipation de la hausse du prix a pour conséquence que la demande augmente à nouveau, puis le prix, ainsi de suite. La hausse du prix nourrit la hausse de la demande qui nourrit à son tour la hausse du prix. Au final, la hausse du prix se produit parce que les investisseurs, en anticipant sa hausse dans un contexte de confiance accrue, ont augmenté leur demande de l'actif, ce qui a effectivement entraîné la hausse de son prix. On parle alors de **prophéties autoréalisatrices** lorsque les comportements d'agents économiques rendent effectif ce qu'ils avaient anticipé.

A l'origine de la crise des années 1930, la conjugaison de comportements mimétiques et d'anticipations autoréalisatrices permet d'expliquer la multiplication par plus de 3 du *Dow Jones* entre janvier 2024 et octobre 1929.

Le mécanisme décrit plus haut permet aussi d'expliquer pourquoi entre 1997 et 2007, les prix immobiliers aux Etats-Unis ont été multipliés par 2,5, constituant ainsi une bulle spéculative.

L'éclatement de la bulle spéculative

La bulle spéculative continue de gonfler jusqu'à ce qu'elle éclate. L'éclatement se produit selon un mécanisme similaire à celui décrit pour sa formation. Quelques acteurs du marché anticipent une baisse de prix⁸ et commencent à vendre leurs actifs. Ils sont suivis par d'autres qui ne voudraient pas risquer de subir des pertes si le prix baisse (présence de comportements mimétiques). La défiance se diffuse : les détenteurs d'actifs vendent et ceux qui aspiraient à acheter se retirent. Le prix de marché s'effondre. Nous sommes en présence à nouveau d'anticipations autoréalisatrices : l'anticipation de la baisse du prix a effectivement engendré sa baisse en raison des ventes induites.

⁶ La bonne nouvelle peut aussi affecter divers types d'actifs, et ainsi créer une bulle dans un ou plusieurs secteurs.

⁷ Revente à un prix plus élevé que celui lors de l'achat.

⁸ Cette anticipation peut être fondée sur des éléments objectifs ou pas.

Ce mécanisme permet d'expliquer pourquoi le *Dow Jones* s'est effondré dans les mois qui ont suivi octobre 1929 et pourquoi les prix immobiliers ont perdu plus de 30 % en quelques mois en 2007.

Objectif d'apprentissage 3 : Comprendre les phénomènes de panique bancaire et de faillites bancaires en chaîne.

L'éclatement de la bulle spéculative génère un effondrement boursier qui peut entraîner des phénomènes de panique bancaire et de faillites bancaires en chaîne.

De l'effondrement boursier à la panique et aux faillites bancaires

En cas d'effondrement boursier, les agents économiques peuvent perdre confiance dans le système financier. Il arrive alors que *les clients des banques se pressent de retirer leurs dépôts de peur qu'elles ne fassent faillite, ce que l'on appelle une **panique bancaire***. Les banques ne disposent alors pas suffisamment de liquidités pour faire face à la volonté des déposants de retirer simultanément leur épargne. Nombreuses sont alors celles qui font faillite.

Un effondrement boursier peut aussi engendrer la multiplication des faillites bancaires via un autre canal. En effet, celui-ci va entraîner une baisse de la valeur de l'actif des banques (ce qu'elle possède ou ce qui lui est dû⁹) car la valeur des titres financiers a chuté. De plus, lorsque la valeur des prêts octroyés diminue (les emprunteurs ne sont plus en mesure de rembourser le capital ni de payer leurs intérêts), l'actif de la banque baisse aussi. Dans le même temps, le passif (ce que la banque doit aux autres banques et à ses clients¹⁰) ne diminue pas. Les banques ne sont alors plus en mesure de faire face à leurs engagements et font faillite.

De la panique bancaire aux faillites bancaires en chaîne

*La faillite de certaines banques va en fragiliser d'autres qui vont à leur tour faire faillite selon le mécanisme de **faillites bancaires en chaîne***. Tout d'abord, la perte de confiance dans une banque produit non seulement un retrait massif des dépôts de ses clients mais aussi une perte de confiance dans les autres banques. En effet, fournissant le même service, elles sont souvent considérées comme un tout homogène par les ménages. Dès lors, plus il y a de banques présentant des signes de défaillances, plus les déposants des autres banques qui sont

⁹ A l'actif d'une banque de second, on va trouver le solde des réserves à la banque centrale, les prêts aux autres banques, les prêts aux clients, les titres financiers détenus (actions et obligations notamment) et des actifs fixes.

¹⁰ Au passif, on retrouve les emprunts aux autres banques, les dépôts des clients et les titres financiers émis.

en situation d'information asymétrique (ils détiennent moins d'information sur la santé de la banque que la banque elle-même) et pour qui la recherche d'information serait bien trop coûteuse sont rationnellement conduits à douter de leur propre banque et à vouloir retirer leurs dépôts. Ainsi se développe une panique bancaire qui génère des faillites bancaires en chaîne.

De plus, un choc (retrait massif des dépôts par les clients, baisse de la valeur des titres financiers) subi par une banque a de très fortes chances de se transmettre rapidement aux autres car elles sont, du fait de la nature de leurs activités, tour à tour créancières les unes des autres ; chaque jour elles se prêtent de la monnaie à très court terme pour régler les opérations de paiement de leurs clients et faire face à leurs exigences de court terme en matière de retrait. Cette intrication de leurs dettes et créances est porteuse de risques de contagion : une banque dont l'actif diminue sera d'autant moins en mesure de payer ce qu'elle doit aux autres banques et participera à dégrader la valeur de l'actif de ces dernières. Ainsi, la faillite entraîne donc la faillite.

Objectif d'apprentissage 4 : 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.

Les bulles spéculatives sont le plus souvent à l'origine des crises financières. L'effondrement boursier généré par leur éclatement risque de fragiliser les banques et produire des faillites en chaîne. Cependant, les effets ne se cantonnent pas au système financier. Il existe différents **canaux de transmission d'une crise financière à l'économie réelle**, c'est-à-dire des mécanismes par lesquels la crise financière affecte les activités liées à la production et à la consommation de biens et services non financiers, et à l'emploi. Trois principaux canaux seront présentés ici.

Effets de richesse négatifs

La baisse du prix des actifs financiers et non financiers réduit la valeur de ce que les agents détiennent : ceux-ci sont, ou, se sentent, moins riches, ce qui les conduit à réduire leurs dépenses de consommation et d'investissement, générant ainsi une chute du PIB et un accroissement du chômage. Les économistes appellent **effet de richesse** le fait qu'une variation de la valeur des actifs détenus par les agents (actions, obligations, biens immobiliers, etc.) incite ces derniers à modifier le montant de leurs dépenses en biens de consommation et

d'investissement. Ces dépenses diminuent en cas de baisse de la valeur des actifs (effet de richesse négatif) ou augmentent lorsque celle-ci croît (effet de richesse positif). On voit ici apparaître le canal de transmission puisque la valeur des actifs financiers, qui est déterminée dans la sphère financière, a un impact sur la demande de biens de consommation et d'investissement, donc sur la sphère réelle de l'économie.

En cas d'effondrement boursier, les entreprises qui connaissent une baisse de la valeur de leur actif par rapport à celle de leur passif vont consacrer prioritairement leurs revenus à payer ce qu'elles doivent aux autres banques et à leurs clients pour se désendetter. Leur demande en biens d'investissement diminue, ce qui affecte négativement la production et l'emploi. Les ménages qui subissent une perte de valeur de leur portefeuille boursier, vont chercher en priorité à reconstituer la valeur de celui-ci. Pour cela, ils épargnent une part plus grande de leurs revenus au détriment des dépenses de consommation. Là aussi, les effets sur le PIB et l'emploi sont négatifs. Dans les deux cas, les carnets de commande des entreprises sont moins remplis. Produisant moins, les besoins en main d'œuvre diminuent et les entreprises embauchent moins ou licencient.

Contraction du crédit

Lorsque le système bancaire est fragilisé comme nous avons pu le décrire dans l'OA3, l'effet de richesse va être redoublé avec la **contraction du crédit**, c'est-à-dire la baisse du volume de prêts octroyés par les banques aux ménages et aux entreprises. Par un effet mécanique tout d'abord, la faillite engendrant une baisse du nombre de banques, moins de crédits seront accordés. Pour les banques qui ont survécu, l'objectif est d'essayer de limiter l'incertitude. Ainsi, dans un contexte de perte de confiance induite par la crise financière, elles vont privilégier les crédits aux agents économiques dont elles sont sûres qu'ils pourront rembourser.

En distribuant moins de crédits, les banques réduisent les financements, ce qui limite la capacité à investir et à consommer des entreprises et des ménages. La demande de biens d'investissement et de biens de consommation diminue, ce qui engendre potentiellement des faillites d'entreprises, une chute du PIB et un accroissement du chômage.

Baisse du prix du collatéral et ventes forcées

Un effondrement boursier peut entraîner une *baisse du prix de l'actif offert en garantie lors d'une opération de crédit (obligation d'Etat ou d'entreprise, bien immobilier¹¹, etc.) pour couvrir le risque de non remboursement, soit une baisse du prix du collatéral*. Celle-ci va provoquer des **ventes forcées** de la part des emprunteurs mais aussi des banques.

¹¹ On parle d'hypothèque lorsqu'un collatéral prend la forme d'un bien immobilier. Par exemple, en cas de non remboursement, le créancier peut vendre la maison placée en garantie par l'emprunteur.

La crise financière produit une baisse du prix des actifs financiers dont certains sont utilisés comme collatéraux. Les banques, qui détiennent des collatéraux à leur actif, voient donc la valeur de celui-ci baisser. Face à un passif qui lui ne baisse pas, elles doivent réagir pour avoir les moyens de rembourser leur dette. Ainsi, *les banques vont être contraintes de vendre des actifs qu'elles détiennent afin d'obtenir des liquidités et pouvoir rembourser leur dette (ventes forcées)*. La hausse de l'offre d'actifs sur le marché va faire baisser leur prix, ce qui va d'autant plus réduire l'actif des banques. On peut alors assister à une panique bancaire qui va entraîner des faillites. Les banques encore sur le marché mais fragilisées vont alors décider de moins octroyer de crédit selon le mécanisme décrit ci-dessus. La baisse du volume de crédits va alors affecter l'économie réelle.

Face à la baisse du prix du collatéral induite par la crise financière, le prêteur peut exiger davantage de collatéral pour se prémunir des conséquences du risque de non remboursement. Lorsque l'emprunteur n'est pas en mesure de fournir davantage de collatéral, il va être contraint de vendre des actifs pour obtenir des liquidités lui permettant de rembourser son prêt (ventes forcées). Des ventes forcées de grande ampleur, comme les ventes massives de biens immobiliers offerts en garantie lors de la crise des *subprimes*, vont engendrer une baisse du prix des actifs, du prix de l'immobilier dans ce cas, ce qui va fragiliser l'actif des banques et entraîner une contraction du crédit et ainsi affecter l'économie réelle.

Objectif d'apprentissage 5 : 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.

L'activité des banques est nécessaire au bon fonctionnement de notre système économique mais elles peuvent aussi devenir un acteur central des crises financières. De par leur comportement, elles peuvent participer à la formation et à l'éclatement des bulles spéculatives ainsi qu'à la diffusion des effets des crises financières à travers les phénomènes de panique bancaire et de faillites bancaires en chaîne.

Banques et aléa moral

Les banques agissent notamment dans un contexte de défaillance de marché induit par la présence d'asymétries informationnelles (certains agents économiques sont mieux informés que d'autres), notamment l'**aléa moral**. Celui-ci renvoie à une *situation d'asymétrie*

d'information qui permet à un agent d'adopter un comportement opportuniste, non conforme aux termes du contrat qu'il a signé. Ainsi, cet agent réalise des choix lui permettant de maximiser son utilité individuelle sans en supporter toutes les conséquences collectives négatives.

L'action des banques peut donc potentiellement générer des effets négatifs sur l'économie. Par exemple, en s'engageant dans des opérations risquées de prêts à des agents aux revenus incertains ou dans des activités sur les marchés financiers alimentant potentiellement une bulle spéculative, elles risquent la faillite. Or, la faillite d'une banque cause des pertes à ses créanciers qui lui ont prêté leurs fonds : les ménages et entreprises qui perdront leur épargne, les autres banques qui lui auront octroyé un prêt et ne seront pas remboursées. L'aléa moral apparaît ici : les créanciers ont fait confiance à la banque en déposant leurs fonds mais ils n'ont pas les moyens de contrôler l'utilisation qu'elle en fait. Ainsi, la banque peut adopter un comportement plus risqué que ne le souhaitent ses créanciers, anticipant notamment que l'Etat viendra à son secours en cas de difficultés afin d'éviter des effets potentiellement délétères sur l'ensemble de l'économie. Les conséquences d'une faillite bancaire sont, en effet, généralement graves et deviennent catastrophiques si elles sont suivies de faillites bancaires en chaîne réduisant fortement le financement de l'économie, le PIB et l'emploi.

Il est donc nécessaire d'opérer une **régulation du système bancaire et financier qui permette de réduire l'aléa moral des banques**. *Cela consiste à créer les conditions d'un comportement des banques conforme à un objectif d'évitement des crises financières en limitant leur aléa moral.* Pour cela, deux instruments principaux peuvent être présentés : la supervision des banques par la banque centrale et la mise en place de ratio de solvabilité.

Supervision des banques par la banque centrale

La supervision des banques par la banque centrale consiste pour cette dernière à édicter des règles et / ou à vérifier que les banques de second rang s'y conforment afin de prévenir les comportements de ces dernières favorables à la genèse de crises financières. La Banque centrale européenne supervise le système bancaire européen, soit directement par des équipes de contrôle internationales pour les établissements bancaires de taille importante, soit indirectement via les autorités nationales de contrôle en collaboration avec les banques centrales nationales pour les banques de taille inférieure.

Afin de détecter les éléments pouvant affecter la situation financière des banques, les contrôleurs ont pour rôle d'évaluer les risques. Pour cela, ils ont la possibilité de se rendre dans les établissements, mener des entretiens, collecter et analyser des informations. Ils utilisent alors de nombreux indicateurs pour mesurer le plus objectivement possible le degré de solidité des banques, autrement dit la probabilité qu'elles fassent faillite. Parmi ceux-ci, on

peut citer par exemple la part de crédits présentant un risque élevé de non-remboursement ou l'écart aux ratios de solvabilité (voir ci-dessous). En cas de fragilité identifiée, il est demandé aux banques d'adopter des mesures correctives. Celles-ci se verront infliger des sanctions comme des amendes ou des limitations d'activité si elles ne les mettent pas en œuvre.

Ratio de solvabilité

Une banque solide financièrement avec une probabilité faible de faire faillite est une banque solvable, c'est-à-dire que ce qu'elle possède ou ce qu'il lui est dû (son actif) doit être supérieur à ce qu'elle doit aux autres banques et à ses clients (son passif). Pour préserver sa solvabilité, une banque doit être en mesure d'absorber des pertes éventuelles et de poursuivre ses activités quelles que soient les conditions économiques, favorables ou pas. Pour cela, elle doit le cas échéant recourir à ses fonds propres qui correspondent aux moyens mis à la disposition de la banque par ses actionnaires ou d'autres investisseurs et aux bénéfices réalisés non distribués. Il est donc nécessaire que ses fonds propres soient suffisamment conséquents pour compenser les pertes induites, par exemple par le non-remboursement de nombreux crédits, et ainsi éviter la faillite.

Il existe donc des exigences de fonds propres qui s'incarnent dans la nécessité pour une banque de respecter un certain **ratio de solvabilité**, c'est-à-dire *un pourcentage minimum de fonds propres que la banque doit détenir compte tenu du volume et du caractère plus ou moins risqué de ses actifs*. Dans le cadre européen, il existe par exemple une règle qui fixe les exigences minimales de fonds propres à 8 % des actifs de la banque pondérés des risques¹². Ainsi, moins un actif est risqué (par exemple un crédit), moins sa valeur pondérée des risques est élevée et moins la banque doit détenir de fonds propres pour le couvrir (8 % des actifs au minimum cependant) ; à l'inverse plus les actifs sont considérés comme risqués, plus la banque doit détenir de fonds propres (au-delà de 8 % des actifs).

¹² La quantité de fonds propres que la banque doit détenir dépend de l'évaluation du niveau de risque des actifs qu'elle détient.

