

<b>CHAPITRE : Crises et régulations du système financier</b>
--

Programme officiel de SES au lycée en lien avec le chapitre :

TERMINALE		
	Questionnements	Objectifs d'apprentissage
BO spécial n° 8 du 25 juillet 2019	Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?	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). 2) Comprendre et savoir illustrer la formation et l'éclatement d'une bulle spéculative (comportements mimétiques et prophéties auto réalisatrices). 3) Comprendre les phénomènes de panique bancaire et de faillites bancaires en chaîne. 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. 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.

**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).**

Document 1 : Petite histoire de la crise de 1929 aux Etats-Unis

Les Etats-Unis produisent 42% de la production mondiale en 1929, contre 28% pour les trois principales puissances européennes (France, Allemagne, Grande-Bretagne). Ils sont les premiers exportateurs mondiaux avant la crise et les seconds importateurs après la Grande-Bretagne. Ils représentent 12% du commerce international et importent jusqu'à 40% des matières premières du monde ce qui explique les effets désastreux de la dépression américaine sur les pays producteurs.

Tout allait bien en apparence dans les années 1920, on parlait de nouvelle ère qui débutait, celle de la prospérité : les salaires réels avaient augmenté de 10 à 20% depuis la guerre, le chômage était descendu à 3,2% en 1929, la croissance était forte (2,9% par an pour le PIB/hab. entre 1922 et 1929), l'optimisme était répandu. Selon le nouveau président républicain, élu en 1928, Herbert Hoover : « Nous, en Amérique, sommes aujourd'hui plus près du triomphe final dans la lutte contre la pauvreté que n'importe quel autre peuple au cours de l'histoire. Les taudis disparaissent de notre société. Nous n'avons pas encore atteint le but, mais nous sommes proches du jour où, avec l'aide de Dieu, la pauvreté sera bannie de cette nation ».

La Bourse ne cessait de grimper et elle attirait toutes les catégories sociales, du financier et du spéculateur jusqu'aux gens les plus simples. Les titres des secteurs d'avenir sont les plus recherchés, l'automobile, l'aéronautique, la distribution moderne et surtout la radio. On estime à 1 million et demi les acheteurs de titres selon une enquête du Sénat, soit presque 5% des ménages. Les cours avaient été multipliés par vingt en moyenne sur la décennie. Lors de la victoire de Hoover aux élections de novembre, la hausse s'accélère. L'été 1929 connaît encore une flambée, les cours montent plus en trois mois que pour toute l'année 1928, année de hausse sans précédent où ils avaient doublé.

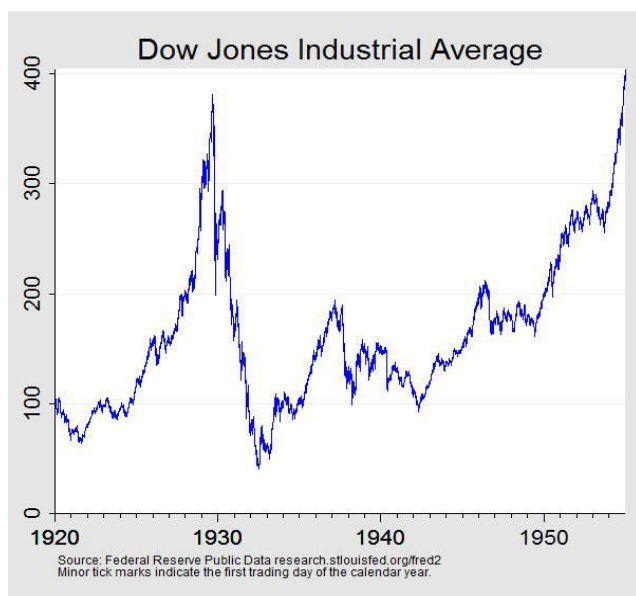
Puis soudainement, sans qu'on ne sache encore la raison immédiate, en quelques jours, tout s'effondra, comme un barrage qui céderait d'un seul coup. En 24 heures, la hausse d'un an fut annulée, en quelques semaines trente milliards de « richesses » disparurent. Des millions de gens qui croyaient devenir riches grâce à la Bourse furent ruinés. Le « jeudi noir », 24 octobre 1929, puis le mardi 29, deux vagues de paniques aboutirent à des ventes massives et une baisse des cours sans précédent. Les titres des sociétés d'investissement tombaient au-dessous de 1\$ alors qu'ils dépassaient 100\$ avant la crise, ou bien ne se vendaient plus, à n'importe quel prix... Les Bourses de commerce (matières premières) suivirent, entraînant dans la crise les pays producteurs.

Le Krach de Wall Street en octobre-novembre 1929 est suivi de quelques mois de stabilité, l'activité économique continuant sa lancée. La vraie crise, la chute brutale de la production, les faillites et l'extension du chômage, ne démarrera qu'en mai 1930 et ne fera que s'approfondir jusqu'en 1932. La crise boursière se transforme en crise de l'économie réelle, puis en dépression durable, par les effets de perte de confiance qui se répercutent sur l'investissement, de panique causant les faillites bancaires, de réduction de la consommation liée à l'appauvrissement des détenteurs de titres, et de difficultés de trésorerie des firmes affectées par la baisse des cours. Les épargnants se précipitent auprès des banques pour retirer leur argent, celles-ci ne peuvent faire face, et la crise boursière se transforme en crise bancaire. Les faillites multiples de banques provoquent un resserrement massif du crédit, qui à son tour entraîne une chute de la consommation, de l'investissement, et de la production. La crise économique est là avec son cortège de chômage, de baisse des prix et des salaires, de fermetures d'entreprise.

Cependant, dès le début de 1929, l'économie réelle avait montré des signes d'essoufflement, la production avait commencé à ralentir à partir du mois de mars, bien avant le krach boursier. [...] La production industrielle avait reculé de 7% de mai à octobre 1929. Les services et le bâtiment étaient également en récession, des chantiers arrêtés un peu partout. Ensuite, la crise déclenchée, la production nationale s'effondre inexorablement de 104 milliards en 1929 à 56 en 1933. Le tarif Hawley-Smott est voté en juin 1930, il représente une hausse de 30% des droits de douane entre 1929 et 1932. L'investissement s'effondre [...]. Le chômage passe de 1,5 millions à 15 millions de personnes, soit un quart de la population active et la moitié de main-d'œuvre industrielle. [...]

J. Brasseul, 2019, Petite histoire des faits économiques. Des origines à nos jours., 5<sup>ème</sup> édition, Armand Colin, Collection U. pp. 222-225

Document 2 : Le krach boursier de 1929 aux Etats-Unis illustré à travers la chute du Dow Jones



Cours de clôture quotidien de l'indice Dow Jones Industrial Average, du 2 janvier 1920 au 31 décembre 1954. Données tracées sous forme de courbe. Les unités sont une valeur indicielle. Des graduations mineures indiquent le premier jour de bourse de l'année. Comme le montre la figure, l'indice a culminé le 3 septembre 1929, clôturant à 381,17. L'indice a diminué jusqu'au 8 juillet 1932, date à laquelle il a clôturé à 41,22 \$. L'indice n'a atteint à nouveau le sommet de 1929 que le 23 novembre 1954.

(Source : FRED, <https://fred.stlouisfed.org> (graphique de : Sam Marshall, Federal Reserve Bank of Richmond)

Note : Le Dow Jones est un indice de la Bourse de Wall street. Il est le plus vieil indice boursier du monde. L'indice repose sur la capitalisation boursière des 30 plus grosses entreprises cotées au New York Stock Exchange.

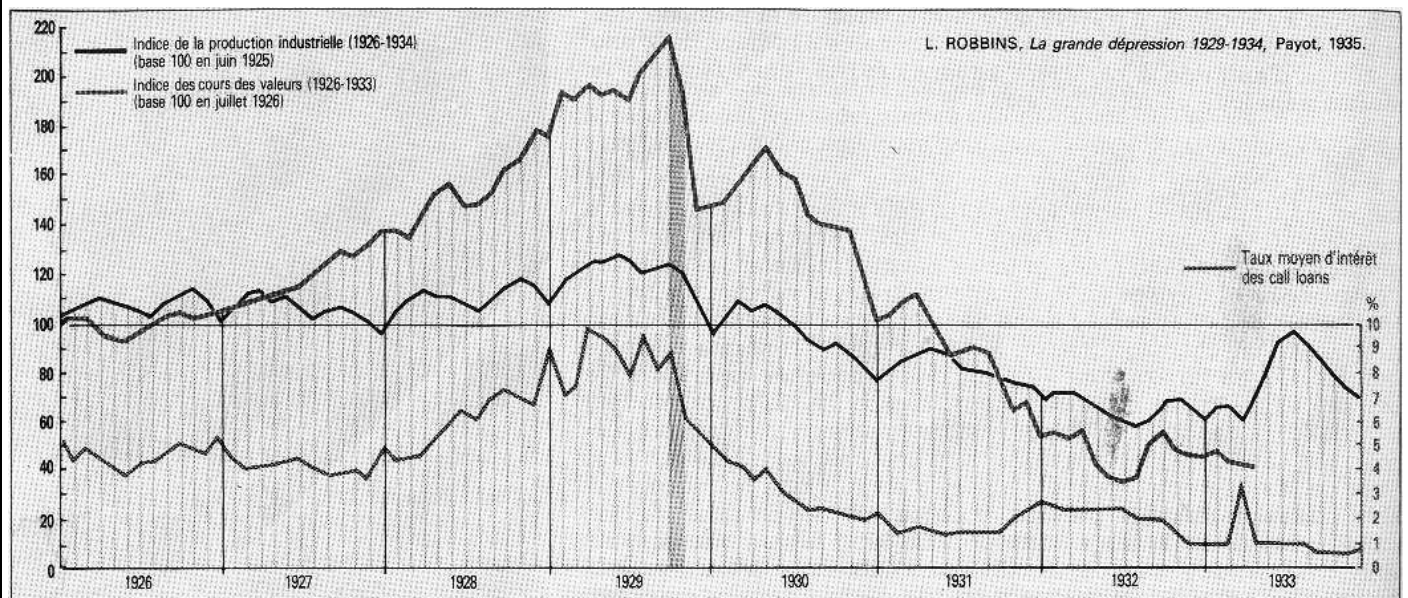
Document 3 : La crise économique des années 1930 aux Etats-Unis

1- Quelques données économiques sur les Etats-Unis (1929-1933)

	1929	1933
PNB (indice)	100	69
taux de chômage (%)	3,2	24,9
taux de chômage industriel (%)	5,3	37,9
Investissement/PNB (%)	15,6	2,5
Production industrielle (indice)	100	63
Production automobile (unités)	4,6 millions	1,6 million
Production d'acier (indice)	100	41
Indice des salaires (1913=100)	224	173
Revenus agricoles (milliards \$)	11,3	5,5

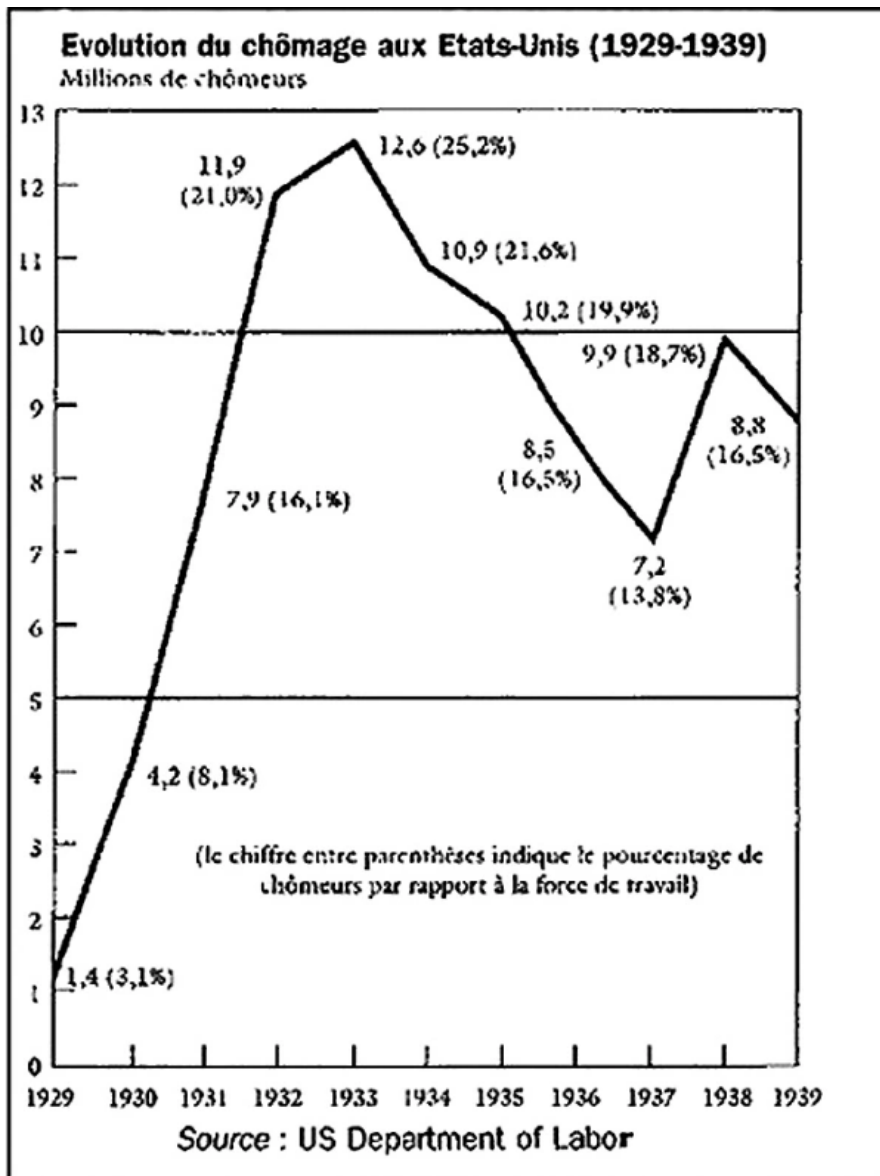
Source : Historical Statistics of the US

2-L'évolution de la production, du cours des actions et des taux d'intérêts de 1925 à 1933 aux Etats-Unis



Source : L. Robbins, (1935), *La grande dépression 1929-1934*

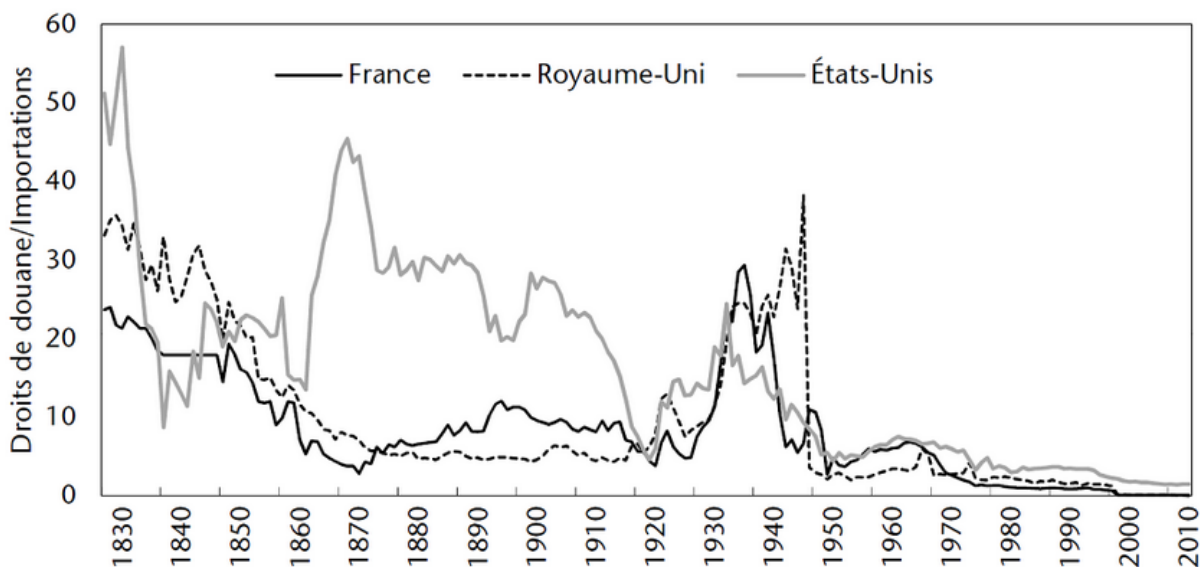
3- L'évolution du chômage aux Etats-Unis



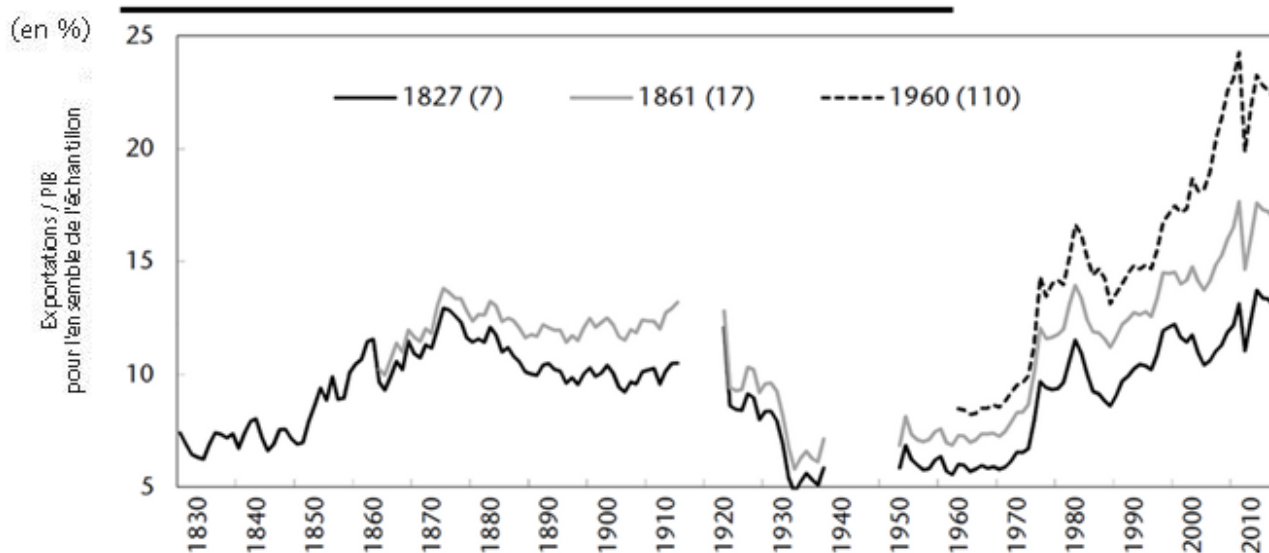
Document 4 : La crise de 1929, une crise mondiale

1- Repli protectionniste et effondrement du commerce international

Évolution de la protection commerciale : France, Royaume-Uni, États-Unis, 1827-2010



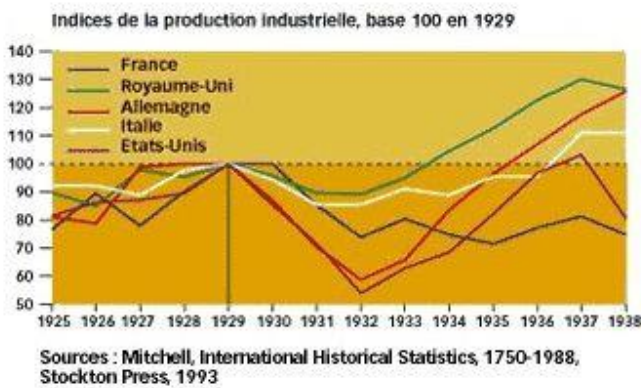
L'évolution du taux d'ouverture aux exportations pour trois échantillons de pays de 1827 à 2014 (%)



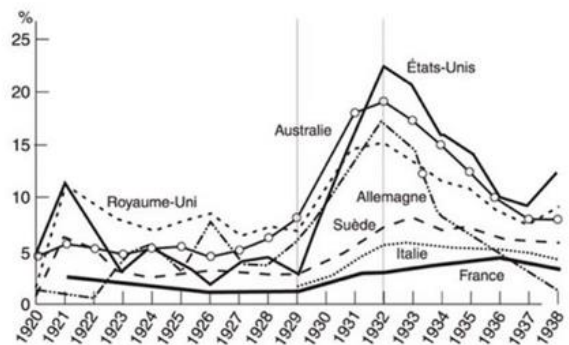
Source : CEPII, *L'économie mondiale 2017*, La Découverte, coll. Repères, 2016. Ce graphique a été publié initialement dans *La Lettre du CEPII* n°365 : M. Fouquin et J. Hugot, "La régionalisation, moteur de la mondialisation" (mai 2016).



## 2- Une crise économique qui se répand



## Taux de chômage (en % de la population active)



Source : Gazier, Bernard. « Les grandeurs caractéristiques de la crise », Bernard Gazier éd., La crise de 1929. Presses Universitaires de France, 2011, pp. 7-25.

## Document 5 : Petite histoire de la crise des subprimes

## 1- Déroulement de la crise financière

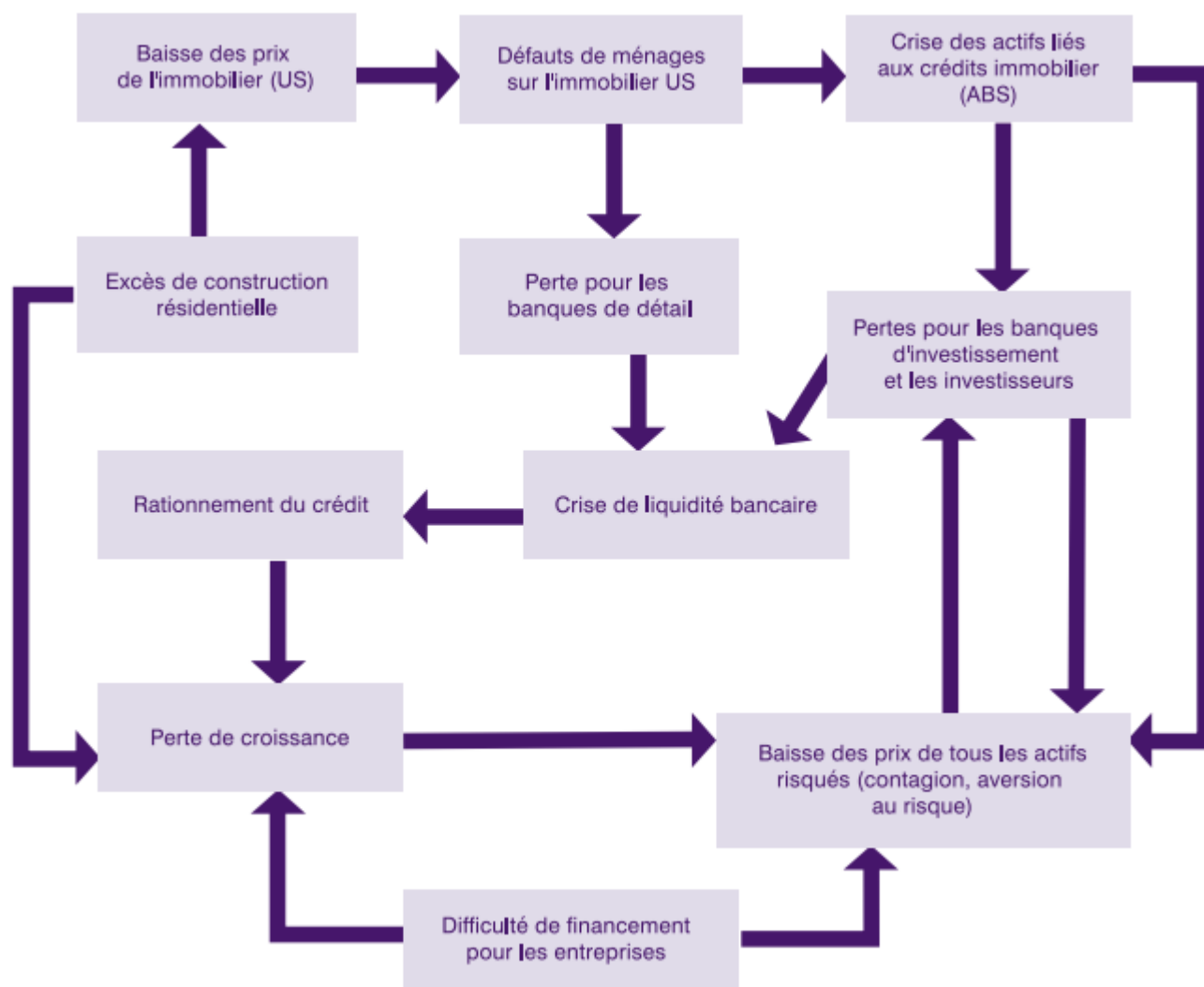
Entre 2002 et 2006, se met en place une bulle immobilière aux États-Unis lors de laquelle des crédits hypothécaires (subprimes) sont accordés notamment aux salariés pauvres américains. Ce système n'est viable qu'à condition que les taux des prêts restent bas et que la valeur des immeubles continue d'augmenter, garantissant ainsi le capital et les intérêts de ces prêts. En 2006, le taux directeur de la Réserve fédérale américaine atteint 5,75 % (contre 2 % trois ans auparavant). Or les prêts subprimes sont souvent indexés sur ce taux. Un nombre toujours plus important d'emprunteurs se trouvent en situation de défaut de remboursement, les biens immobiliers étant ensuite saisis et vendus aux enchères. C'est le début d'un renversement de tendance : les prix immobiliers baissent, faisant par conséquent baisser la valeur des hypothèques.

À l'été 2007, le marché immobilier américain est donc dans une situation de chute de la demande, entraînant une baisse du prix de l'immobilier et rendant ainsi beaucoup de ménages américains emprunteurs insolvables. À cette date, le taux de défaut des ménages américains sur leurs crédits hypothécaires est très élevé, autour de 6 %. L'agence américaine garantissant les dépôts des particuliers chez les banques commerciales, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), estima à 1,4 million le nombre de ménages en retard d'au moins deux mois dans leur remboursement hypothécaire mensuel, auxquels s'ajouteront en 2009 trois autres millions (dus notamment au décalage entre la signature du crédit et son passage à taux variable et augmenté).

Par ricochet, les actifs financiers liés aux crédits hypothécaires (ABS et notamment MBS) perdent beaucoup de valeur et entraînent dans la crise les agences qui titrisent ces prêts aux États-Unis. Le cas le plus médiatisé est celui de Freddie Mac et Fannie Mae : représentant à eux deux plus de 40 % de l'encours de crédits immobiliers, ils sont placés sous tutelle des pouvoirs publics début septembre 2008. La crise s'étend ensuite au secteur bancaire proprement dit avec l'annonce des pertes des banques et des investisseurs institutionnels sur ces actifs. Ainsi, en juillet 2007, la banque d'affaires américaine Bear Stearns ferme deux fonds spécialisés dans ce type de crédits.

Les pertes sont ensuite le fait des banques de détail sur les crédits immobiliers aux États-Unis (l'Europe reste épargnée), amenant de ce fait une crise de confiance généralisée dans le système bancaire. Du secteur bancaire, la crise atteint ensuite le secteur de l'économie réelle : les entreprises font désormais face à des difficultés de financement suite à une forte hausse des primes de risque touchant tous les types de financement (obligations, crédits

bancaires, actions). Enfin, le secteur interbancaire est, lui aussi, mis en difficulté dans un contexte de crise de liquidité et de difficultés de financement des banques (là encore, hausse des primes de risque sur toutes les formes de financement). À l'été 2008, cette crise de liquidité des banques se répercute sur les entreprises en conduisant à un rationnement du crédit.



Grosgeorge, Marie, « Les crises financières », Idées économiques et sociales, vol. 156, no. 2, 2009, pp. 23-31.

## 2- La titrisation

[...] Une nouvelle intermédiation financière, totalement affranchie des règles érigées après la crise de 1929, va se développer. Ce nouveau système est parfois appelé le *shadow banking system*. Parti de presque rien dans les années 1980, il pèse à la veille de la crise des subprimes, aux Etats-Unis, le même poids que le système bancaire traditionnel, soit 10 000 milliards de dollars. Il s'agit des banques d'investissement, des hedge funds, des fonds « private equity » (qui achètent à crédit des entreprises côtées), des compagnies d'assurances. Pour profiter au maximum des opportunités de cette nouvelle finance de marché, les banques elles-mêmes ont créé des structures inédites, de special investment vehicles (SIV) situés hors bilan. En logeant dans ces véhicules ad hoc leurs activités nouvelles, les banques se sont elles aussi affranchies des règles prudentielles. Elles ont pu profiter au maximum de ce qu'on appelle l'effet de levier, le « leveraging », à savoir la possibilité de financer à crédit des opérations à haut rendement, sans mobiliser leurs fonds propres.

La finance de marché a accompli à sa manière le nouveau rêve de Wall Street : fabriquer des firmes « sans usines et sans travailleurs ». Les banques traditionnelles doivent accomplir la tâche ingrate de collecter, à travers leurs succursales, les dépôts des particuliers. Elles doivent instruire les dossiers de la clientèle pour toute demande de crédits, accompagner dans le temps ceux-ci, jusqu'à sa maturité, et porter le risque de défaut. La finance moderne va s'affranchir de ces activités pénibles ! Solidement arrimés à l'écran de leurs ordinateurs, ses acteurs, les traders, vont se financer uniquement sur le marché, ignorant la contrainte de collecter des dépôts des particuliers. Au lieu d'accorder des crédits, ils vont les « titriser », c'est-à-dire mettre sur le marché après avoir recomposées les créances accordées à d'autres. Ce nouveau système va ainsi externaliser toutes les fonctions classiques accomplies par la banque commerciale, collecte des dépôts et distribution des crédits, et prospérer sur son seul cœur de métier, l'ingénierie financière. Tout est alors en place pour la plus grande faillite de l'histoire financière.

Daniel Cohen (2022), *La prospérité du vice. Une introduction (inquiète) à l'économie*, 13<sup>ème</sup> édition, Le livre de Poche. pp. 273-274

### 3- De la crise financière à la crise économique

Dans la chronologie de la crise financière devenant économique, une date apparaît comme un symbole très fort et très inquiétant : le débat sur l'octroi d'aides d'urgence aux trois constructeurs automobiles américains à l'automne 2008 a signifié un changement à la fois de nature de la crise et de sa dimension. Le secteur automobile américain ne représente certes qu'environ 0,6 % de l'emploi privé et 3,6 % de l'emploi dans la production de biens, mais il peut être vu comme particulièrement symbolique et comme une annonce des difficultés économiques à venir, tant aux États-Unis qu'en Europe.

Et, comme le note M. Aglietta, ce transfert de la crise financière à l'économie s'est fait en raison de l'absence de mécanismes spontanés de régulation, dans un effet boule de neige. Car, dans ce modèle de la banque de marché décrit précédemment, le crédit est tiré non pas par les revenus qui permettront de le rembourser mais par l'anticipation de l'augmentation de la richesse. De plus, un processus de désendettement du secteur privé sans contrôle de l'État a pour caractéristique d'être récessif : en effet, par un effet de second tour, le désendettement du secteur privé conduit à une baisse des revenus, à une hausse du chômage, créant ensuite une baisse considérable des profits, faisant alors retour sur de nouvelles dettes insolvables, celles-ci reposant à leur tour des problèmes au système bancaire.

De la même manière, dans un bilan de l'OFCE, la crise économique est analysée en terme « d'atterrissage forcé » : la crise financière conduit à un ralentissement macroéconomique brutal. Celui-ci se manifeste de différentes façons : dévalorisation des actifs immobiliers accroissant ainsi les défauts ; ralentissement macroéconomique augmentant les défauts des entreprises (+ 125 % au Royaume-Uni, + 20 % en France), et le chômage via des dépôts de bilan ; avec un effet de retour sur les bilans bancaires accentuant la pression sur les entreprises et les ménages ; multiplicateur d'endettement ; effet richesse. Les chiffres présentés sont, à ce titre, très évocateurs. La production industrielle est en chute libre : en termes de variation sur un an, - 18 % en Espagne, - 12 % en Allemagne, - 11 % en France, - 9 % au Royaume-Uni et en Italie et - 8 % aux États-Unis. Le chômage connaît de son côté une accélération brutale : en termes de variation sur un an, + 5,7 points en Espagne (à un niveau de 14,4 %), + 2,3 points aux États-Unis (7,6 %), + 1 point au Royaume-Uni (6,1 %), + 0,4 point pour la France (8,1 %).

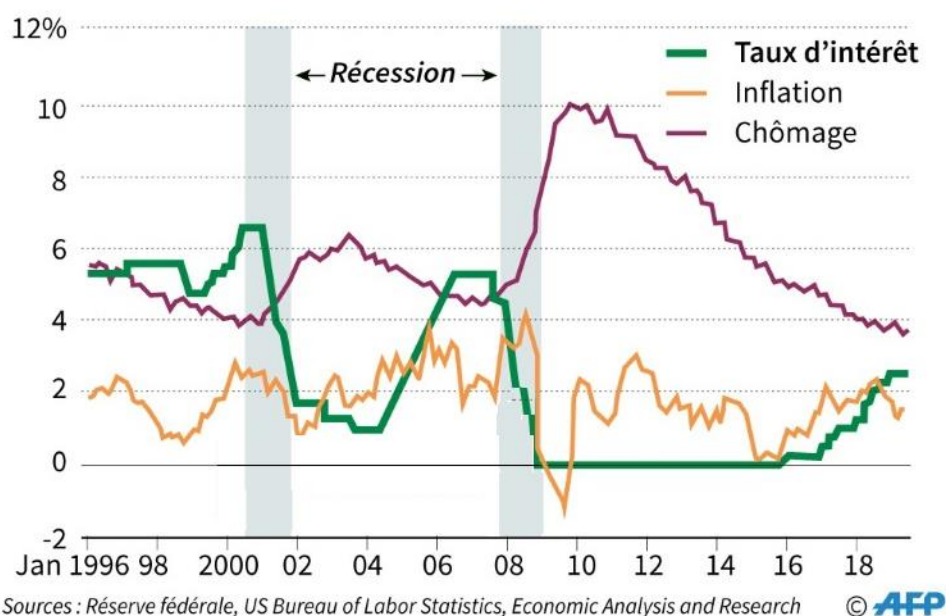
Dans une note de conjoncture de l'Insee, les auteurs utilisent le modèle dit NiGEM (créé par le National Institute of Economic and Social Research) pour chiffrer l'effet des pertes de richesse et de la hausse du coût du financement, tout en tenant compte des effets de transmission par le commerce international. Et, selon leurs calculs, la crise financière coûterait aux principales économies avancées (États-Unis, France, Allemagne, Royaume-Uni, Japon) entre trois et sept points de croissance en 2009.



De manière très globale, on constate, de plus, que la richesse des ménages diminue beaucoup plus vite que leur dette : début 2007, le rapport de la richesse nette des ménages à leur revenu se monte à 625 %, tout comme le rapport de leur dette à leur richesse nette. En 2008, ce premier rapport est passé à 540 % tandis que le second est monté à 660 %. Aux États-Unis, le patrimoine des ménages a subi une dévalorisation de l'ordre de 10 % entre le troisième trimestre 2007 et le troisième trimestre 2008. Et cette perte de richesse des ménages a pour conséquence de réduire leurs capacités à emprunter et de peser sur leur consommation du fait d'un effet richesse négatif. Dans cet ordre d'idées, pour la première fois depuis 1945, la consommation des ménages va baisser pendant une année entière (- 3 % aux États-Unis pour 2008).

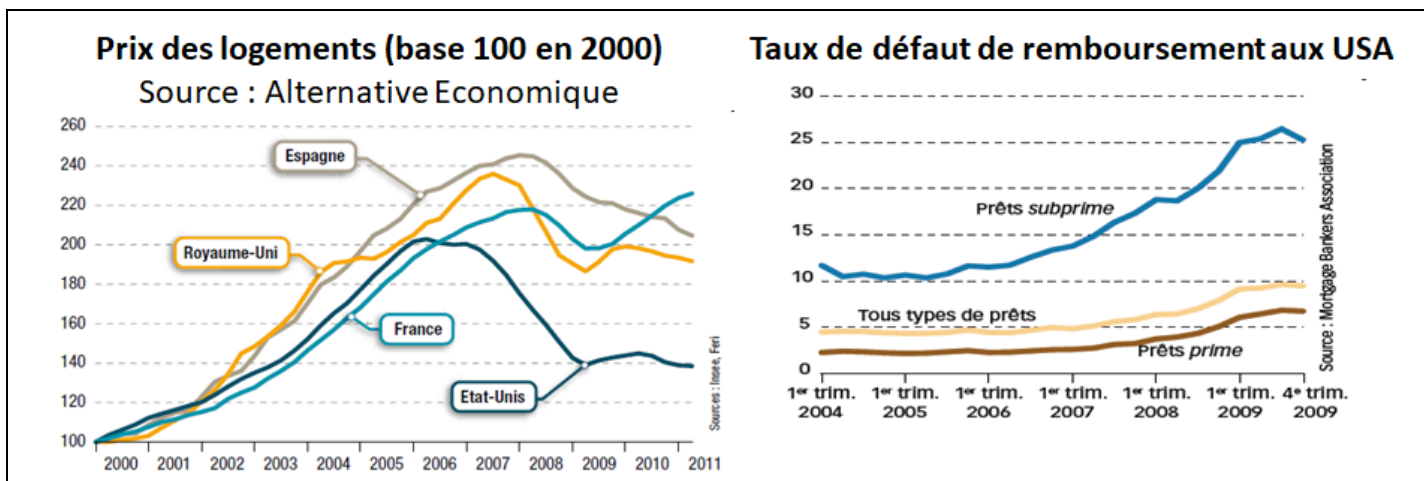
Grosgeorge, Marie, « Les crises financières », Idées économiques et sociales, vol. 156, no. 2, 2009, pp. 23-31.

Document 6 : Taux d'intérêt directeur de la FED, taux d'inflation et taux de chômage américains



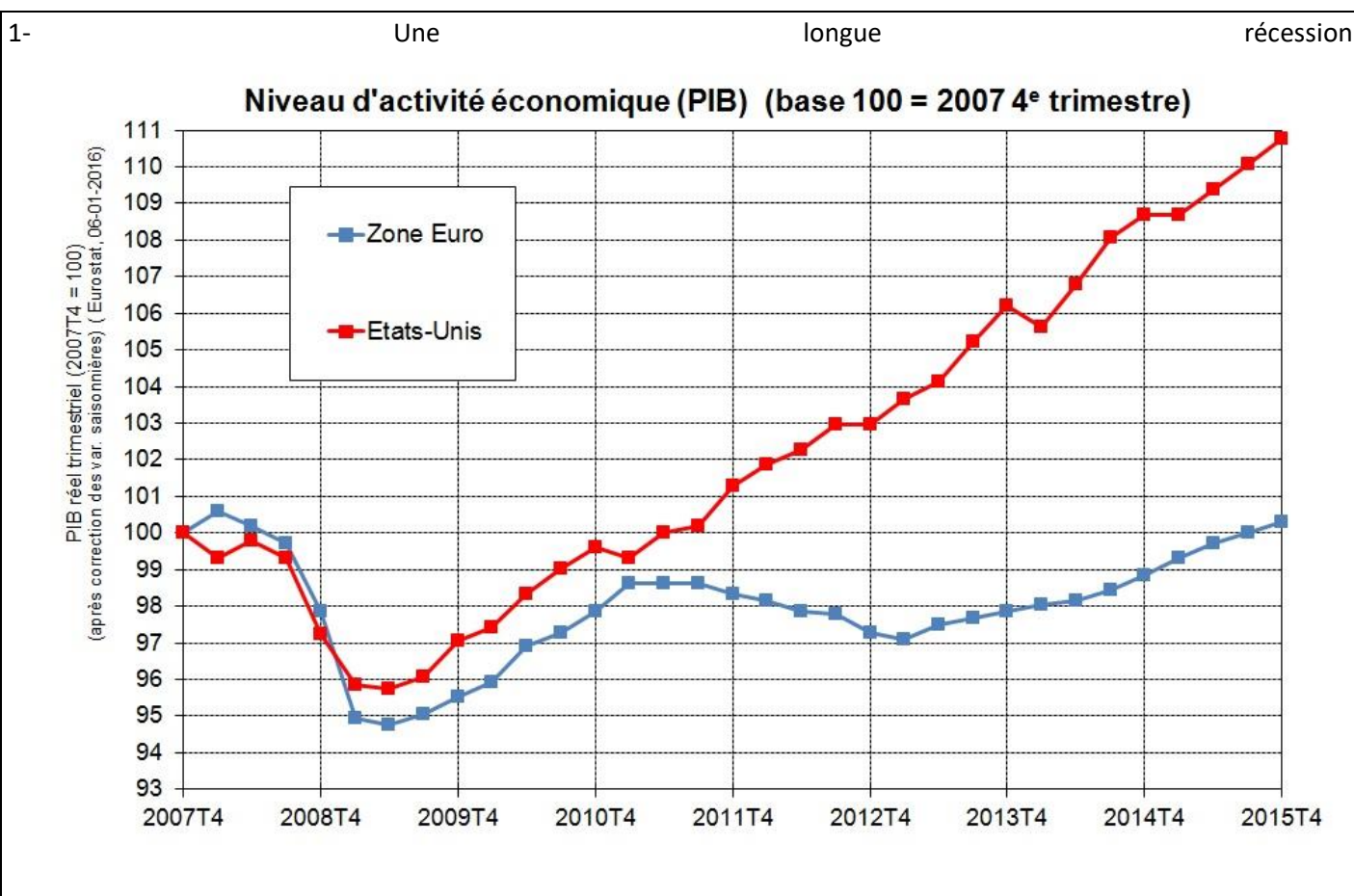
Source : Challenges.fr [URL : [https://www.challenges.fr/economie/la-fed-baisse-ses-taux-directeurs-pour-la-1ere-fois-depuis-2008\\_667078](https://www.challenges.fr/economie/la-fed-baisse-ses-taux-directeurs-pour-la-1ere-fois-depuis-2008_667078)]

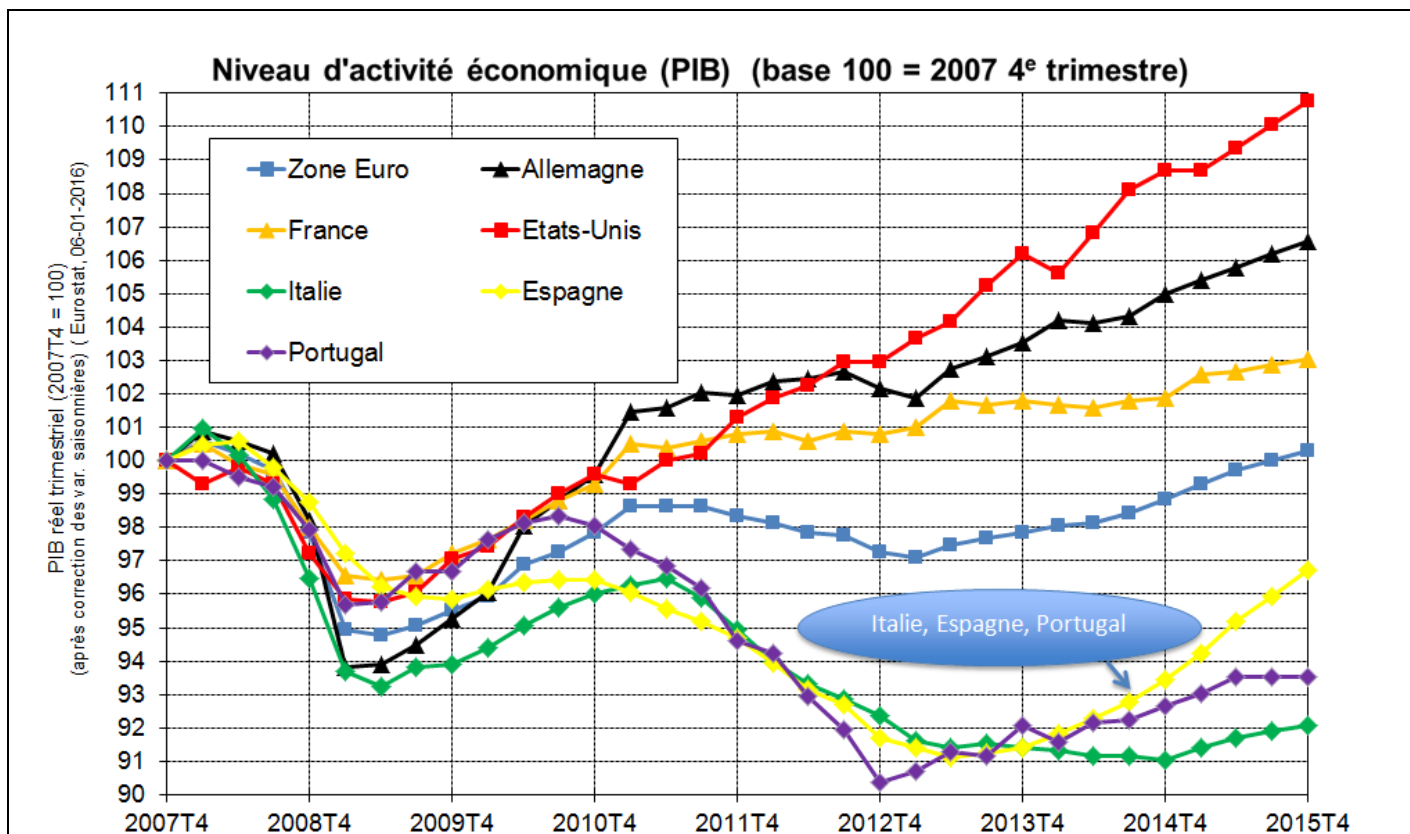
Document 7 : Marché immobilier et prêts subprimes



NB : Le terme « subprime » fait référence aux caractéristiques d'un individu en matière d'emprunt (en anglais : subprime borrowers). Les emprunteurs de catégorie « subprime » ont des antécédents fragiles en matière de crédit, ils peuvent notamment avoir fait preuve d'importants retards de paiements sur leurs échéances de crédit, voire s'être trouvés en situation de surendettement et de faillite personnelle. Ils peuvent aussi présenter de très faibles capacités de remboursements, mesurées par des paramètres objectifs, tels que la part des dépenses liées au crédit dans le revenu. Le terme subprime a par la suite fait référence aux crédits (en anglais : subprime loans, subprime mortgages) accordés à un emprunteur présentant les caractéristiques le classant dans la catégorie des emprunteurs subprime au moment où le crédit est accordé. Ces crédits subprime présentent un risque de défaut plus élevé que les crédits accordés aux emprunteurs prime.

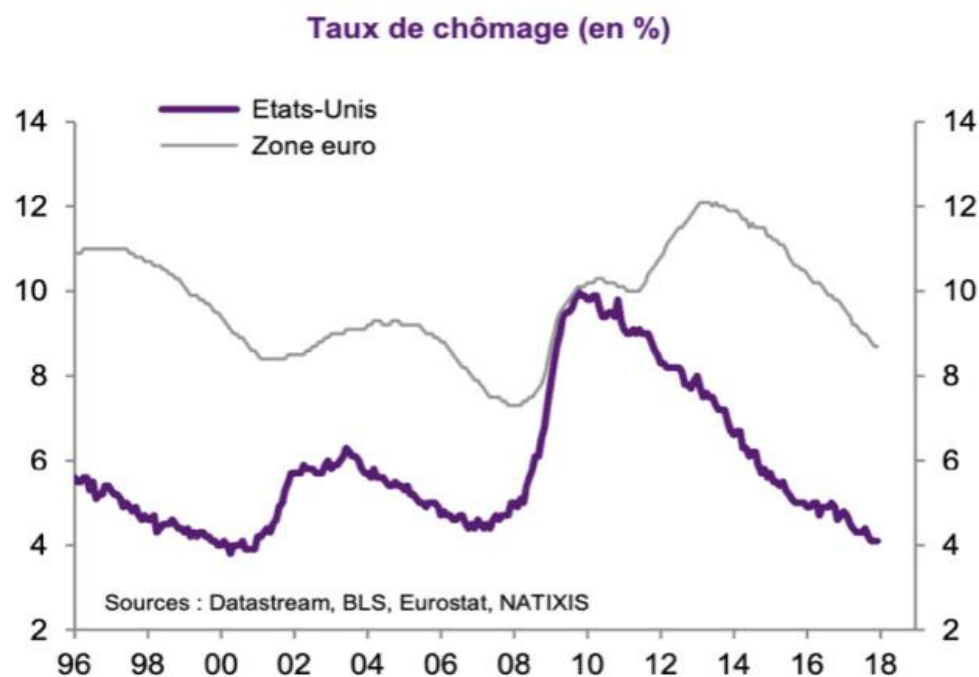
## Document 8 : La crise économique de 2008





Source : LEMONDE.FR, Le blog de Thomas Piketty, 08 JANVIER 2016, « 2007-2015: une si longue récession », <https://www.lemonde.fr/blog/piketty/2016/01/08/2007-2015-une-si-longue-recession/>

## 2- La remontée franche du chômage



Source : Natixis, Flash Economie n°133 du 2 février 2018 Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?

Document 9 : Deux crises qui se ressemblent, aux enchaînements différents

<b>Des crises qui se ressemblent, des enchaînements différents</b>		
	<b>Etats-Unis 1929-1933</b>	<b>Etats-Unis 2007-...</b>
<b>Contexte</b>	Fortes inégalités de revenus ; hausse du Dow Jones, stimulée par les <i>call loans</i>	Fortes inégalités de revenus ; <i>boom</i> spéculatif sur le marché immobilier (crédits <i>subprime</i> , titrisation)
<b>Séquence des événements</b>	A ⇒ B ⇒ C	C ⇒ B ⇒ A
<b>Crise boursière (A)</b>	L'indice Dow Jones cesse de monter le 3 octobre et le <i>krach</i> éclate le 24 octobre 1929. Le système des <i>call loans</i> met en difficulté courtiers et banquiers	La titrisation contamine les bilans des établissements financiers et dissémine l'illiquidité. Décrue des capitalisations boursières sur les principales places
<b>Crise bancaire (B)</b>	Existence de multiples établissements de petite taille exposés aux <i>bank runs</i> ; en 1933, près de la moitié des établissements de 1929 sont fermés	Prolifération des intermédiaires et création d'un <i>shadow banking system</i> peu régulé ; la multiplication des défauts impacte ce système parallèle, ainsi que les banques d'investissement
<b>Crise immobilière (C)</b>	En conséquence des faillites bancaires et du niveau de chômage élevé, difficultés du secteur immobilier (en particulier celui de l'habitat rural)	Retournement du marché immobilier après une hausse ininterrompue des prix de 1997 à 2007

Sinapi, Christine, Pierre Piégay, et Ludovic Desmedt. « L'analyse des crises : Minsky, après Fisher et Keynes », L'Économie politique, vol. 48, no. 4, 2010, pp. 85-104.

Note : les « *call loans* » sont des systèmes d'achat à crédit d'action autorisés à Wall Street en 1926. Ils permettaient aux investisseurs d'acquérir des titres avec une couverture de risque s'élevant à seulement 10 % (par exemple, pour 10 dollars achetés, les investisseurs n'en déposaient qu'un seul).

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

Document 10 : Qu'est-ce qu'une bulle spéculative ?

Vidéo (6'16) : Bulle spéculative : après le pschitt, le krach !, Bulle spéculative, vidéo Le gros mot de l'éco, France 24 (2016) : <https://www.youtube.com/watch?v=uJfaw21K7E4>

Après avoir expliqué le fonctionnement d'une bulle, l'émission « Le gros mot de l'éco » présente l'exemple d'une entreprise surévaluée par le marché et les conséquences de cette surévaluation.

Document 11 : L'exemple de la première bulle spéculative de l'économie moderne : la tulipomanie

Les crises financières et leur lot d'éclatement de bulles spéculatives ne datent pas d'aujourd'hui. Au XVII<sup>e</sup> siècle, entre 1634 et 1637 précisément, ce sont des bulbes de tulipes qui donnèrent la fièvre aux Hollandais, jusqu'à ce que la bulle éclate, plongeant le pays dans la dépression.

En 1636, en Hollande, on est en pleine Tulipomania : les bulbes de tulipes s'achètent par cargaisons entières et se revendent plus cher qu'un Rembrandt. Les riches bourgeois fantasment sur les splendides jardins de Constantinople que le grand commerce en plein essor met à portée de leurs mains. Les commerçants au long-cours et leur financeurs y voient une belle aubaine. Ils affrètent des navires et font venir de l'Empire ottoman des caisses entières de bulbes de tulipes qu'ils achètent avant que la cargaison n'arrive pour les revendre à prix d'or.

*Des bulbes de tulipes revendus à prix d'or*

Dans sa Brève Histoire de l'euphorie financière (1992, édition française), l'économiste américano-canadien John Kenneth Galbraith emprunte une anecdote au journaliste britannique Charles Mackay, qui dans son ouvrage de 1841, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, racontait les illusions extraordinaires de l'opinion et la folie collective. L'anecdote reprise par Galbraith est celle d'un jeune marin hollandais du XVII<sup>e</sup> siècle. Épuisé par sa longue traversée, affamé, celui-ci reprend des forces en mangeant un beau hareng rouge et en croquant dans ce qu'il croit être un vulgaire oignon, trouvé sur le pont et sans doute tombé de la cargaison qu'il vient de décharger. Le pauvre bougre ignore que l'objet de sa gourmandise est un bulbe de *Semper Augustus* – variété la plus convoitée de Tulipe tigrée, qui se négocie alors aux environs de 3 000 florins ! Bien assez pour acquérir "un carrosse neuf, deux chevaux gris et leur harnais", écrit Mackay, bien plus cher qu'un Rembrandt ! Imaginez un peu le courroux du marchand et de sa famille qui, en arrivant au port pour réceptionner leur marchandise, retrouvent le jeune matelot sur le pont du bateau en train de "faire un petit-déjeuner dont le prix aurait pu suffire à nourrir l'équipage pendant toute une année". Furieux, ils firent jeter le malheureux en prison.

*Une stratégie très rationnelle d'enrichissement*

Fallait-il être fou pour acheter un bulbe de tulipe à un tel prix ? Tant que tout le monde partageait la conviction qu'un bulbe acheté même très cher se revendrait encore plus cher le lendemain, c'était au contraire une stratégie très rationnelle d'enrichissement. Mais les arbres ne montent pas jusqu'au ciel et arrive toujours un moment où le consensus se retourne. Mieux vaut alors ne pas être le dernier à vendre sinon c'est la ruine. Et c'est cette crainte du retournement qui précipite la chute, car en pensant que demain le prix va baisser on vend aujourd'hui. Quand tout le monde partage la même peur, alors tout le monde cherche à vendre. Et la baisse tant redoutée se réalise d'elle-même. La tulipomania donna la fièvre aux hollandais de 1634 à 1637 jusqu'à ce que les prix de vente des marchands ne puisse plus suivre les prix démentiels d'achats et que la bulle éclate plongeant le pays dans la dépression. [...]



Jézabel Couppey-Soubeyran « Qu'est-ce que la Tulipomania, première bulle financière de l'économie moderne ? », Lundi 10 janvier 2022, Emission « Le pourquoi et le comment économie social » sur France culture

Séquence audio du texte de J. Couppey-Soubeyran : <https://www.radiofrance.fr/franceculture/podcasts/le-pourquoi-du-comment-economie-et-social/combien-valait-un-bulbe-de-tulipe-en-1636-en-hollande-4814192>

#### Document 12 : L'exemple de la bulle spéculative dans la Nouvelle économie

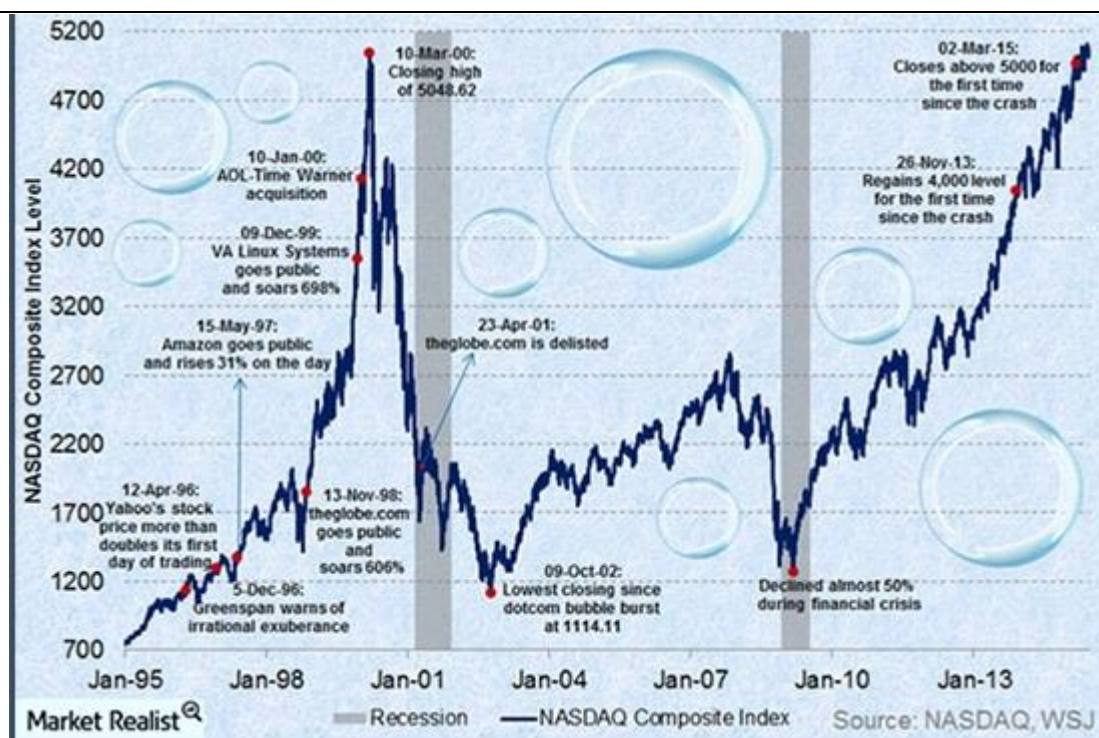
Considérons le marché du jouet au détail, dominé au début des années 90 par la très ancienne et vénérable entreprise Toys « R » Us. Cette domination est brutalement contestée par la toute jeune entreprise eToys, créée en 1997, qui mise sur le développement du commerce en ligne pour arriver à ses fins. Si l'on compare objectivement ces deux entreprises, on observe, d'un côté, une entreprise forte d'un savoir-faire et d'une expérience indéniables, réalisant en 1998 un chiffre d'affaires de plus de 11 milliards de dollars dans 1156 magasins pour un profit de 376 millions de dollars et, de l'autre côté, une entreprise sans expérience dont le chiffre d'affaires, cette même année, se monte à 30 millions de dollars pour une perte de 28 millions. Autrement dit, eToys représente l'équivalent financier de trois magasins de Toys « R » Us et fait des pertes quand son concurrent fait des profits. En dépit de ces données, à la fin de l'année 1999, eToys était évalué en bourse 1/3 de plus que le géant américain du jouet ! Pour que le marché estime de manière aussi surprenante la valeur de ces deux firmes, il faut non seulement qu'il considère que l'avenir de l'économie est tout entier contenu dans le commerce électronique mais également que les anciennes firmes seront incapables de s'adapter à cette nouvelle donne. Les années suivantes prouvèrent que ces deux jugements étaient également erronés. eToys se déclara en faillite en mars 2001, son action ne valant plus que quelques cents, alors même que Toys « R » Us s'allia à Amazon pour développer avec succès son commerce en ligne. Cette histoire n'est en rien isolée. La croyance exacerbée dans les prodiges de la Nouvelle Économie a fait perdre aux investisseurs leur capacité d'analyser sereinement les situations des entreprises.

Les marchés financiers n'ont donc pas su, durant cette période, évaluer correctement les rentabilités futures des différents secteurs. Ils ont fortement surestimé les capacités de développement à moyen terme du commerce électronique. On désigne par le terme de « bulles spéculatives » de telles situations où le cours observé s'écarte durablement de la valeur réelle des entreprises, encore appelée « valeur fondamentale ». Cette bulle a eu des conséquences néfastes sous la forme d'un surinvestissement important dans les secteurs de la Nouvelle Économie, accompagné, le plus souvent, d'un surendettement pour le financer. Ce constat empirique met à mal la théorie financière orthodoxe qui défend, quant à elle, l'idée qu'à tout instant, les marchés boursiers forment la meilleure estimation possible des firmes compte tenu des informations disponibles, ce qu'on appelle l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés. La comparaison entre Toys « R » Us et eToys montre, au contraire, que les marchés n'ont pas su évaluer correctement les possibilités de développement de ces deux firmes alors même que les informations étaient disponibles. Comment expliquer cette inefficience ?

A. Orléan, « Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », dans Reflets et Perspectives, XLIII, 2004/2



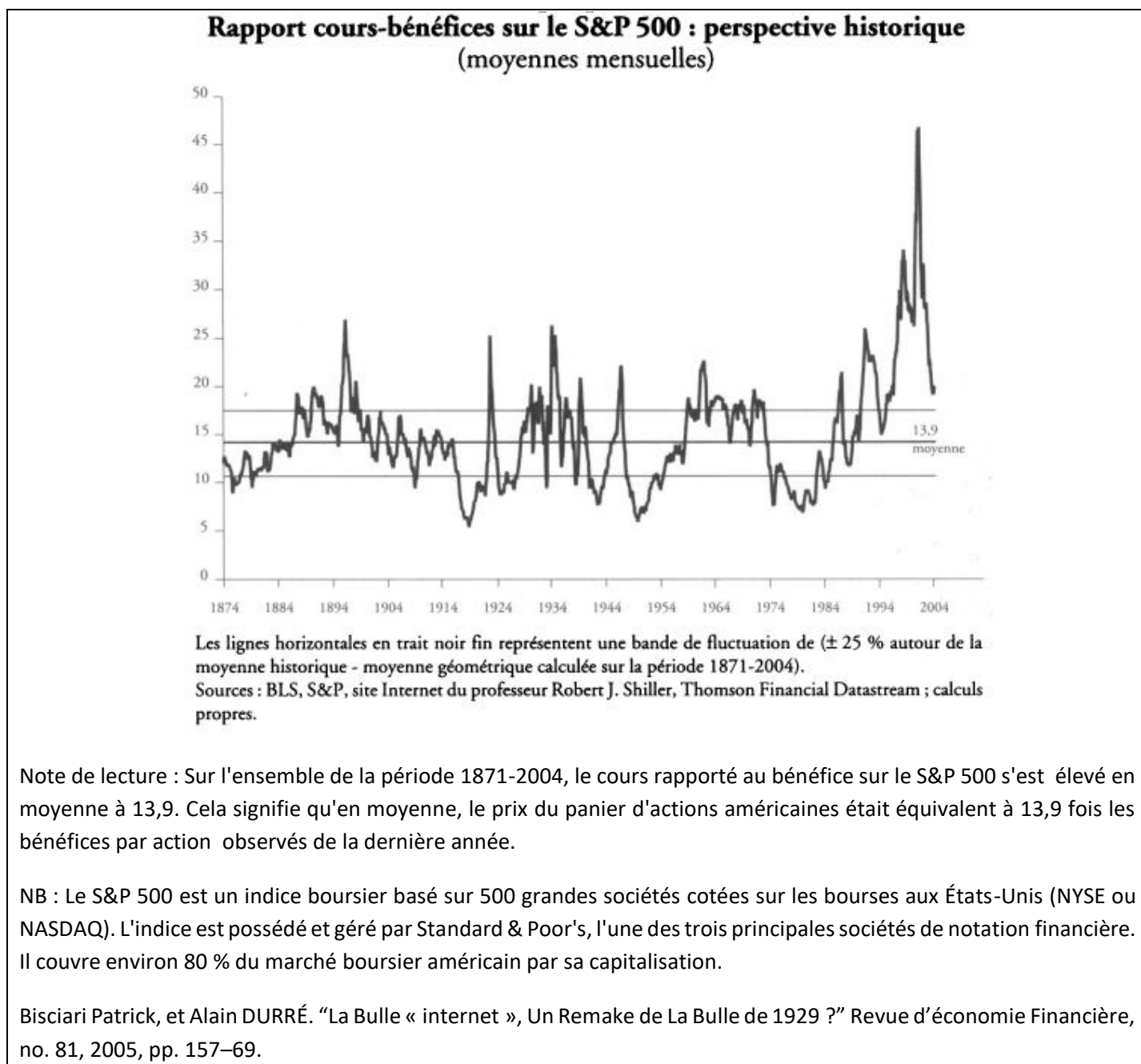
Document 13 : L'évolution de l'indice Nasdaq avec la bulle internet



Note : Le NASDAQ (sigle de National Association of Securities Dealers Automated Quotations) est une bourse de valeurs ouverte en 1971. C'est le deuxième plus important marché d'actions des États-Unis, en volume, juste derrière le New York Stock Exchange (NYSE) plus communément appelé Wall street. Le NASDAQ présente la particularité d'être 100% électronique, et d'accueillir de nombreuses entreprises du secteur de la technologie. Ici sur le graphique, il s'agit de l'indice NASDAQ Composite, un indice qui reflète les variations des actions de plus de 3 000 sociétés cotées sur cette bourse.

Source : <https://finance.yahoo.com/news/then-now-key-insights-technology-123450278.html>

## Document 14 : La mesure de la déconnexion entre le marché et l'économie réelle



## Document 15 : Le rôle des comportements mimétiques dans les crises financières

Dans son ouvrage de 1936, Keynes compare l'équilibre de la Bourse à l'objet d'un concours de beauté proposé par un journal populaire de l'époque. Il était demandé aux participants de choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies ; le prix allait à celui dont le choix était le plus proche des préférences moyennes du groupe. Il ne s'agissait donc pas pour un individu donné de choisir les visages que lui-même estimait les plus jolis, mais ceux qui, de son point de vue, paraissaient les plus susceptibles de faire l'unanimité.

Mais dans ce type de concours, cette stratégie n'est pas irréprochable non plus car d'autres y font appel aussi. Il serait plus judicieux de choisir les visages qui risquent d'être sélectionnés par le plus grand nombre. Et peut-être convient-il de pousser ce type de raisonnement encore plus loin. Investir en Bourse participe de la même démarche : comme

dans le concours de beauté, on ne gagne pas en choisissant l'entreprise la plus susceptible de réussir à long terme ; non, mieux vaut choisir l'entreprise qui sera vraisemblablement la mieux cotée sur le marché à court terme. Les pommes Golden peuvent également servir de métaphore à cette théorie. Au XIX<sup>ème</sup> siècle, l'appellation Golden désignait une excellente pomme, mais la variété vendue désormais n'a plus grand-chose à voir avec le fruit d'origine. Et pourtant les nouvelles Golden sont partout. Ce sont souvent les seules que l'on trouve dans les cafétérias ou les snacks.

Dans les années 1980, la Golden était la pomme la plus vendue aux Etats-Unis. Quand les amateurs de bonnes pommes ont commencé à se tourner vers d'autres variétés, les producteurs de Golden ont tenté de maintenir leurs bénéfices (...) c'est devenu la pomme bon marché que les gens achètent parce qu'ils pensent que d'autres l'apprécient, ou plutôt parce qu'ils pensent que les autres pensent que d'autres l'apprécient...

La plupart des producteurs ont renoncé à produire des pommes au goût agréable ; ils ont fait baisser les prix en augmentant le rendement et la durée de vie, et en procédant à une seule cueillette par verger au lieu de cueillir les fruits un à un à mesure qu'ils arrivaient à maturité. Dans la mesure où les Golden se vendent malgré leurs piètres qualités gustatives, pourquoi payer plus pour une bonne pomme ? Le public ignorait qu'on pouvait vendre une pomme à si bas prix. Il ne comprend pas davantage pourquoi ces pommes sont partout en dépit de leur goût médiocre. On observe le même phénomène avec les investissements spéculatifs. Nombreux sont les citoyens qui n'évaluent pas l'évolution possible d'une entreprise dans le temps ni les divers moyens d'en apprécier la valeur. Les actions auxquelles personne ne croit mais qui se maintiennent sont les Golden du monde de l'investissement.

Georges Akerlof, Robert Shiller, *Les esprits animaux, Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*, Pearson, 2009.

Document 16 : Les comportements mimétiques fondés sur une forme particulière de rationalité financière

L'hypothèse la plus communément retenue par le grand public et les médias met en avant la folie collective qui serait venue perturber fortement la capacité des investisseurs à estimer correctement les bénéfices futurs des entreprises et, en conséquence, leur valeur fondamentale. Cette approche me semble insuffisante parce qu'elle conserve du modèle orthodoxe l'idée centrale que les opérateurs de marché se détermineraient à partir de leur estimation de la valeur fondamentale. Il faut, selon nous, abandonner cette conception de la rationalité financière. Sur un marché, les acteurs ne se déterminent pas en fonction de leur estimation de la valeur fondamentale, mais en fonction de l'évolution attendue des cours. Aussi, le regard des opérateurs n'est-il pas tourné vers l'économie réelle, mais vers le marché lui-même pour en prévoir les prochains mouvements d'opinion. Cette rationalité fortement interactive est soucieuse au premier chef de savoir ce que les autres vont faire. Ce qui conduit les agents à acheter ou vendre dépend étroitement de ce qu'ils pensent que les autres feront. Le rôle du mimétisme y est alors essentiel. (...) dans ce cadre de pensée, il peut y avoir des bulles sans irrationalité de la part des agents. Elles résultent d'une croyance généralisée dans la hausse future des cours.

(...) il est même possible d'observer une bulle alors même que tous les agents connaissent parfaitement la valeur fondamentale. Il en est ainsi parce que, même si chacun connaît cette valeur, pour autant il ne peut être sûr que les autres la connaissent également et la suivent. Or, ce qui compte pour un acteur est de savoir ce que le marché fera. Une telle configuration peut paraître hautement improbable et réservée aux expériences de laboratoire. Il n'en est rien comme l'illustre la déclaration suivante faite par un cambiste en septembre 2000 au moment de la grande chute de l'euro. « L'opérateur que je suis a beau croire à une appréciation de l'euro, il ne fait pas le poids lorsqu'il constate qu'un peu partout les positions des autres intervenants sur le marché des changes sont à la vente de l'euro. Je ne fais pas forcément ce que je crois intimement, mais plutôt ce que je crois que fera globalement le marché qui in fine l'emportera. Le travail de l'opérateur est de tenter d'évaluer au plus juste le sentiment du marché des devises. » Ainsi,

un cambiste peut parfaitement savoir qu'une monnaie est sous-évaluée au regard de l'analyse fondamentaliste et pourtant continuer à la vendre. En effet, ce qui compte pour lui lorsqu'il intervient sur le marché n'est pas ce qu'il pense être la « vraie valeur » de la monnaie, autant qu'il en peut juger, mais ce qu'il anticipe que le marché va faire. Sur un marché financier, on fait du profit quand on réussit à prévoir l'évolution de l'opinion du groupe. Telle est la règle du jeu. On ne demande pas aux agents de découvrir la vraie valeur.(...)

Il découle de cette analyse que le prix qui se forme sur un marché n'a aucune raison d'être un bon estimateur de la valeur fondamentale comme le défend la théorie orthodoxe de l'efficience, et cela même dans les cas rares où l'on peut aisément déterminer quelle est cette valeur. À tout moment, le prix ne fait qu'exprimer la manière dont les agents se représentent l'opinion du marché et ses évolutions futures. Cette approche dessine une communauté financière anxieuse, interrogeant toutes les hypothèses et toutes les rumeurs pour déterminer celles susceptibles d'obtenir l'assentiment du marché. Ce processus dégénère fréquemment en polarisations mimétiques sporadiques lorsque tel ou tel événement, en rapport ou non avec les fondamentaux, est sélectionné simultanément par un grand nombre d'acteurs. Le krach de 1987 est, à cet égard, emblématique puisqu'on y observe la plus grande baisse qu'ait jamais connue la bourse américaine (-22,6%) sans qu'il soit possible de la relier à un quelconque événement économique pouvant la justifier. Cette instabilité mimétique se trouve durablement réduite et encadrée lorsqu'émerge un modèle d'évaluation reconnu par tous comme légitime, ce qu'on appellera une convention, comme, par exemple, celle portant sur la Nouvelle Économie. Dans ces conditions, le mimétisme décroît. Un grand nombre d'acteurs se fient à la convention et investissent en conséquence. Tant que les évolutions économiques constatées sont conformes à la convention, celle-ci perdure. Lorsque des anomalies s'accumulent, l'incertitude renaît et le mimétisme se fait à nouveau sentir. (...)

En résumé, mimétisme et convention sont les deux formes que prend la dynamique autoréférentielle. (...) il est, selon nous, dans la nature de la logique financière de produire de tels écarts, ce qui permet de comprendre pourquoi l'on observe la répétition systématique de ces épisodes tout au long de l'histoire financière.

A. Orléan, « Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », dans Reflets et Perspectives, XLIII, 2004/2

#### Document 17 : Les prophéties auto-réalisatrices

On appelle bulle spéculative une situation où l'on observe un écart durable entre la valeur d'un titre, telle que l'observation des fondamentaux permet de la calculer, et le cours auquel il est effectivement coté. L'interprétation traditionnelle d'une telle anomalie consiste à y voir l'effet d'une irrationalité des marchés. En effet, ceux-ci sont l'objet d'engouements collectifs qui perturbent le fonctionnement financier et peuvent déboucher sur des cours sans rapport avec les fondamentaux. La théorie des bulles rationnelles en propose une interprétation opposée. L'idée est simple : il peut être rationnel pour un investisseur d'acheter un titre, aujourd'hui, même à un prix supérieur à sa valeur fondamentale dès lors que cet agent anticipe que le prix du titre augmentera, demain, sous l'effet des croyances du marché. Cette opinion, si elle est partagée par l'ensemble des intervenants, peut donner naissance à une dynamique de hausse continue des cours des actions par laquelle se réalise l'autovalidation des croyances. Ce faisant, l'anticipation de hausse est rationnelle. Elle suscite un mouvement d'achat des titres qui valide après coup l'opinion initiale : les opérateurs de marché anticipent que les prix vont croître et, effectivement, les prix augmentent. [...]

André Orléan, « Le poids des croyances », Pour la revue Sciences Humaines, septembre-octobre 1998

Document 18 : Bulle spéculative et prophéties autoréalisatrices

Décrivons la mécanique d'une crise type. Les investisseurs ont un accès facile au crédit et les opérateurs financiers ont une grande liberté d'action sur les diverses Bourses des valeurs (actions, obligations, etc.) ou de matières premières. On peut donc acheter des titres ou des lots de matières premières à crédit, dans l'espoir d'une hausse future de leur cours boursier, susceptible d'engendrer une plus-value supérieure au coût du crédit (les intérêts). Typiquement, une crise financière est toujours précédée d'une phase d'euphorie durant laquelle les cours ne cessent de grimper, parce que la plupart des investisseurs spéculent à la hausse. Puisque tout le monde achète, les cours montent, ce qui attire de nouveaux investisseurs qui s'endettent à leur tour pour profiter des hausses futures qu'ils provoquent eux-mêmes en multipliant leurs achats. Quoi de plus tentant que de gagner de l'argent en revendant plus tard des titres achetés avec l'argent des banques ?

Ainsi se forment ce que l'on appelle des « bulles spéculatives » : Tant que ça monte, les anticipations auto-réalisatrices font grimper les cours à des niveaux astronomiques qui n'ont plus aucune espèce de rapport avec la valeur réelle des actifs achetés ; le cours ne reflète que la croyance collective dans sa hausse future. Mais toutes les bulles finissent par éclater, pour une raison ou pour une autre : une mauvaise nouvelle sème le doute, de gros investisseurs veulent empocher leur bénéfice et stoppent la hausse des cours en vendant de gros paquets de titres, les investisseurs subissent des pertes sur un autre marché et doivent vendre en masse pour récupérer des liquidités...

Quelle que soit l'origine, la bulle finit toujours par éclater, au moins parce que les investisseurs savent qu'il s'agit d'une bulle spéculative et que, à un moment ou à un autre, ils devront vendre pour empocher leur plus-value. Alors, dès que le marché se retourne à la baisse, tout le monde veut vendre avant que les cours ne dégringolent et, du coup, les cours s'effondrent : c'est le krach ! Des investisseurs ruinés ne peuvent plus rembourser leurs crédits, des banques font faillite et les établissements survivants cessent de prêter de l'argent ; les entreprises non financières sont à leur tour en difficulté et licencient leur personnel ; le chômage explose, le revenu et la dépense des ménages s'effondrent..., bref, la crise financière déclenche une crise économique réelle.

Jacques Généreux, (2011), *Nous on peut ! Pourquoi et comment un pays peut toujours faire ce qu'il veut...*, Seuil. pp. 72 -75

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

Document 19 : Les origines et les conséquences des paniques bancaires

Si la détérioration des bilans des institutions financières est suffisamment grave, ces dernières connaissent des défaillances. La contagion peut s'étendre d'une banque à une autre, jusqu'au point où même des banques saines et solides connaissent des défaillances. Comme les banques disposent de dépôts qui peuvent être retirés très rapidement, elles sont particulièrement exposées à ce type d'enchaînement. Il se produit une panique bancaire quand plusieurs banques font défaut simultanément. La source de la contagion est l'asymétrie d'information. Lors d'une panique, les déposants craignent pour la sécurité de leurs dépôts (s'il n'existe pas d'assurance dépôt ou si le montant des fonds assurés est limité) et ignorent la qualité du portefeuille d'actifs des banques. Ils retirent alors leurs dépôts et si le nombre de ceux qui retirent est suffisamment élevé, ils provoquent la défaillance bancaire. La faillite d'un grand nombre de banques sur une brève période de temps signale que la production d'information sur les marchés financiers est dégradée ; par conséquent, l'intermédiation financière par le secteur bancaire risque de s'interrompre.

La chute du crédit pendant une panique bancaire diminue l'offre de fonds disponibles pour les emprunteurs, ce qui induit une hausse des taux d'intérêt. Les paniques bancaires intensifient l'anti-sélection et le risque moral sur les marchés du crédit : les difficultés qui en résultent accentuent la baisse des prêts pour financer les investissements productifs et entraînent une contraction encore plus grave de l'activité économique.

F. Mishkin, C. Bordes, D. Lacoue-Labarthe, *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson, 2013.

Document 20 : Un exemple de panique bancaire à la Northern Rock lors de la crise des subprimes

1- VIDEO : <https://www.ina.fr/ina-eclair-actu/video/3438273001012/royaume-uni-panique-a-la-banque-northern-rock>, France 2, « Royaume Uni : panique à la banque Northern Rock 20 heures » - 15.09.2007 - 01:48

2- Les difficultés de Northern Rock ont pour point de départ la soudaine fermeture du marché des RMBS en août 2007. C'était là un événement totalement inattendu. Northern Rock avait prévu pour septembre 2007 une émission de crédits titrisés pour un montant de 5 milliards de livres sterling, crédits qui, en attendant, étaient stockés dans son bilan. La crise ayant rendu cette opération impossible, Northern Rock se trouva brutalement privée d'importantes rentrées. Or, ce besoin de liquidités a atteint une institution dont une partie importante du financement provenait des marchés de capitaux à court terme, à un moment où ces marchés montraient déjà un degré élevé d'aversion au risque, tout particulièrement pour ce qui est des activités liées à l'immobilier et à la titrisation. C'est là que se joue la crise de Northern Rock dès le 9 août 2007. Ces marchés refusent de prêter à Northern Rock, jugée trop vulnérable. Lorsqu'on considère le bilan de cette banque, il apparaît que le financement de gros est passé de 24 milliards de livres sterling avant la crise, en juin 2007, à 10 milliards après. Devant cette fuite des capitaux courts, les autorités publiques décident de soutenir Northern Rock. Cette décision prise le 13 septembre, annoncée publiquement le vendredi 14 septembre 2007, déclenche aussitôt la panique des déposants. Afin de stopper cette ruée, l'autorité publique choisit le 17 septembre 2007 de garantir intégralement tous les dépôts. Les 20 et 21 septembre, cette garantie est étendue au financement de gros. Northern Rock sera nationalisée en février 2008.

André Orléan, *De l'euphorie à la panique, penser la crise financière*, Les cahiers du CEPREMAP, éditions Rue d'Ulm, 2009.

Document 21 : Un exemple plus récent : la panique à la Silicon Valley bank le 13 mars 2023



La faillite de la Silicon Valley Bank a provoqué la panique sur les marchés financiers. La FED a décidé d'investir 25 milliards pour éviter une panique bancaire. Nicolas Bouzou fait le point sur une question d'actualité économique.

Europe 1, « Faillite de la Silicon Valley Bank : panique sur le système bancaire américain » : <https://www.youtube.com/watch?v=OkE3BhfLyGY&t=57s>

Document 22 : Faillites bancaires en chaîne et la problématique du sauvetage systématique

1-Vidéo : <https://www.ina.fr/video/3804921001011>

France 3 : Rétrospective 2008 : l'économie, Edition nationale, video 30 déc. 2008, 03min 32s

2-Un évènement va considérablement accélérer la dynamique négative de la crise : la faillite, le 15 septembre 2008, de la cinquième banque d'affaires américaine, Lehman Brothers. Le 12 septembre, deux banques d'affaires, Merrill Lynch et Lehman Brothers, sont au bord de la faillite, comme Bear Stearns quelques mois auparavant. Alors que la première est rachetée par Bank of America, avec l'appui du Trésor américain et de la Réserve fédérale (la banque centrale américaine), la seconde ne trouve pas de repreneur. La banque britannique Barclays se montre intéressée, mais elle exige en contrepartie une garantie publique sur la valeur des actifs rachetés. Le secrétaire d'Etat au Trésor américain, Henry Paulson, s'y refuse et laisse Lehman Brothers faire faillite. Les sauvetages successifs de Bear Stearns, Freddie Mac, Fanny Mae (agence de financement de l'immobilier hypothécaire) et Merrill Lynch, avait largement accrédité la thèse d'un sauvetage garanti pour les banques en cas de problème, ce qui peut pousser ces dernières à prendre des risques inconsidérés. Pour faire office de « contre-exemple » et rappeler au marché que rien n'oblige les pouvoirs publics à renflouer les banques, rien de mieux qu'une banque d'investissement de taille (relativement) réduite (comme Lehman) : elle ne reçoit pas de dépôts de la part des particuliers et sa taille peut laisser penser que les dégâts collatéraux sont limités. Mais les conséquences d'une telle faillite ont été mal évaluées : elle fait chuter tous les marchés financiers mondiaux, amplifie la défiance réciproque des banques et, surtout, pousse le numéro 1 de l'assurance mondiale, AIG, au bord de la faillite.

Nicolas Couderc, Olivia Montel-Dumont, *Des subprimes à la récession, comprendre la crise*, La Documentation française, 2009.

Document 23 : La titrisation favorise l'interconnexion des banques crée un risque de système

[...] Avec la crise des « subprimes », c'est du cœur du système financier mondial, au cœur de la finance américaine, que part la crise. Dans une large mesure la mécanique folle menant à la crise tient d'une fusée spatiale : elle comporte (pour simplifier) deux étages de composants menant à la détonation.

Premier étage : une frénésie de prêts immobiliers à des ménages potentiellement incapables de rembourser. Le facteur déclencheur se situe dans le secteur immobilier. Pour faire simple, des ménages, que l'on savait insolubles, à qui les banques avaient prêté dans des conditions parfois douteuses, finissent par ne plus pouvoir faire face à leurs engagements. Depuis le début des années 2000, des courtiers démarchent les ménages. Pour gagner le plus de commissions possible, ils les poussent à s'endetter de façon totalement imprudente. Avec certains prêts dits « no doc » (les emprunteurs n'ont pas à fournir des documents sur leur revenu ou leur patrimoine), les ménages s'endettent tellement que leurs échéances mensuelles futures atteindront au moins le montant de leur revenu, tandis que des prêts bénéficient de « teaser rates » (le taux d'intérêt des premières années est faible, pour masquer le fait qu'il grimpera ultérieurement).

C'est là qu'intervient le deuxième étage de la fusée qui, lorsqu'il prend feu, propulsera la crise à un pic. A cet étage, la machinerie est complexe. Il convient déjà de distinguer un premier rouage. Les banques se débarrassent de ces crédits en les vendant (on parle de modèle « originate and distribute »). Elles les vendent à des structures ad hoc spécialement créées à cet effet (on parle de « titrisation »). Pour les banques, ce mécanisme présente un premier avantage : en sortant ces crédits de leurs bilans, elles contournent les réglementations dites « prudentielles » qui les obligent à renforcer leurs fonds propres quand elles accordent davantage de prêts. Vendre le crédit que l'on vient d'accorder induit des comportements dangereux : comme la banque sait qu'elle pourra se débarrasser de ce crédit, elle n'est pas incitée à prêter une grande attention au risque qu'il présente. Du coup, elle n'est plus prudente dans la distribution de prêts que ne le sont les courtiers qui démarchent les ménages. (...)

Il est difficile de dater avec exactitude la crise des subprimes (...) Les premiers signes avant-coureurs datent de début 2007, peut-être même 2006. En effet dans le secteur des crédits subprimes, le taux de défaut (c'est-à-dire la proportion de ménages qui ne peuvent plus faire face à leurs engagements) augmente alors sensiblement. En raison du nombre croissant d'impayés, de nombreuses maisons sont à vendre. Les prix baissent. Le mécanisme du « cash out » (extraction hypothécaire, où la hausse du prix de l'immobilier pousse les banques à accorder de nouveaux crédits aux ménages pour consommer) ne joue plus. Des ménages voient leur maison saisie (...) On date le « vrai » début de la crise à l'été 2007. En juin et juillet, les agences de notation déclassent de nombreux titres adossés à l'immobilier qui circulent sur les marchés. Fin juillet, début août, la banque allemande IKB menace de faire faillite. Le 6 août, American Home Mortgage, spécialisée dans le crédit immobilier, entame une procédure de faillite. Le 9 août, BNP-Paribas suspend la cotation de trois de ses fonds investissements. Un vent d'inquiétude traverse les principales places financières. La BCE (Banque centrale européenne) injecte ce jour-là 95 milliards d'euros dans le marché interbancaire. D'autres banques centrales font la même chose. C'est le début « officiel » de la crise (...) Si ce qui aurait pu rester cantonné à une crise immobilière dégénère en crise de système, c'est que les produits financiers nés de la « titrisation », devenus des titres hautement toxiques, se sont échangés massivement sur les marchés, et notamment entre banques. Or, non seulement plus personne n'en veut, mais chaque banque se met à douter (avec quelque raison !) de la santé de ses consoeurs. Du coup, les banques ne se font plus confiance et ne se prêtent plus entre elles. D'un problème (grave) de solvabilité des ménages les plus pauvres aux Etats-Unis, on est passé à une crise de liquidités. Celles-ci disparaissent totalement de certains marchés, comme le marché interbancaire. Ainsi, c'est parce qu'elle ne trouve plus de liquidités en septembre 2007 que la banque Northern Rock menace de faire faillite.

Olivier Lacoste, *Comprendre les crises financières*, Eyrolles, 2009

**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.**

Document 24 : Le rôle du crédit dans la transmission d'une crise financière à l'économie réelle

(...) Les crises financières surviennent dans les phases hautes des cycles économiques. A l'origine de chaque crise financière, il y a toujours un « boom », une sorte de déplacement de l'économie favorisé par telle invention, telle découverte : le décollage économique des Etats- Unis dans les années 1920, favorisé par l'application des méthodes d'organisation scientifique du travail, précède la crise de 1929, l'informatisation des opérations boursières précède le krach de 1987, Internet précède le krach de 2000, etc... ce "boom" euphorise les agents et les anticipations de profit, donc les demandes de financement. Paradoxalement, c'est quand tout va bien et que la période est à l'euphorie que l'instabilité prend racine. C'est ce que notait dans les années 1980, l'économiste Hyman Minsky (...) en évoquant le « paradoxe de la tranquillité ». Dans ce contexte, en effet, les agents s'endettent massivement soutenus dans leur démarche par les banques qui, elles aussi, veulent saisir les opportunités de profit. Tous les acteurs sont dans de telles périodes incités à profiter de l'euphorie et ce faisant ils y participent et amplifient le cycle haussier. Ne pas le faire serait se priver d'un profit. Mais tous auront aussi intérêt à se retourner quand le cycle se retournera. On dit de la finance à cet égard qu'elle est procyclique : elle accompagne, voire amplifie le cycle de l'économie réelle. Les banques et tous les autres apporteurs de fonds ouvrent grand les robinets du crédit en phase haute du cycle, alimentant par la même la croissance voire la surchauffent et symétriquement, les referment brutalement quand le cycle s'amorce, aggravant le ralentissement voire la récession. Cette pro-cyclicité est une source majeure d'instabilité.

Jézabel Couppey-Soubeyran, Monnaie, banques, finance, PUF, 2010.

Document 25 : Ventes forcées et chute des prix

1- Achat immobilier et crédit immobilier dans la crise des subprimes : comment des ventes forcées et la baisse du prix des collatéraux transforment la crise immobilière en crise financière

Pour les comprendre, une première remarque d'ordre général est utile : une bulle immobilière n'est pas un phénomène anodin ; c'est une richesse immense qui se trouve soudainement créée. Aussi offre-t-elle des opportunités de profit exceptionnelles qui ne sauraient laisser indifférents les hommes de la finance. En fournissant du crédit, ceux-ci font leur métier : ils cherchent à s'approprier via les intérêts une part de cette nouvelle richesse. Mais, dans le même temps, ce financement supplémentaire qu'ils dispensent donne une nouvelle impulsion au mouvement haussier. On a donc affaire à un « moteur à deux temps » qui conjugue achat immobilier et crédit immobilier. La bulle résulte in fine de l'action coordonnée des acheteurs et des prêteurs. Il en est ainsi parce que les intérêts de ces deux groupes sont partiellement convergents. Ils souhaitent tous deux que la hausse des prix continue. C'est bien la variable essentielle. Pour s'en rendre compte, il n'est que d'observer le crédit hypothécaire. En tant qu'il est garanti par le bien immobilier lui-même, le crédit hypothécaire donne clairement à voir sa nature « spéculative » au sens où sa « qualité » intrinsèque est étroitement dépendante, non pas tant des caractéristiques de l'emprunteur que de la continuation du mouvement haussier. Par exemple, même un ménage aux faibles revenus peut devenir un emprunteur acceptable si l'on anticipe que les prix continueront à croître. Comme l'écrit Thomas Zimmerman : Avec une croissance à deux chiffres du prix de l'immobilier, il était presque impossible d'inventer une forme de crédit qui aurait pu subir des pertes. Des défauts, oui ; des pertes, non. Symétriquement, une baisse des prix met gravement en péril la situation des emprunteurs et des prêteurs, quelles que soient par ailleurs leurs caractéristiques.

Cette relation existant entre le prix et la qualité du crédit joue un rôle de premier plan dans la perpétuation de l'euphorie. Pour le voir, considérons une hausse du prix de l'immobilier. Elle a pour effet mécanique d'accroître

d'autant la valeur du collatéral, ce qui implique, pour le crédit hypothécaire considéré, une diminution de la probabilité de défaut ainsi qu'une diminution de la perte potentielle en cas de défaut, autrement dit une baisse globale du risque de crédit. Or cette baisse du risque, parce qu'elle touche tout le portefeuille des crédits immobiliers déjà émis par la banque, renforce d'autant la capacité de celle-ci à offrir de nouveaux financements. C'est ce que soutiennent également Richard Herring et Susan Wachter : Des prix de l'immobilier en augmentation favorisent la croissance des crédits au secteur immobilier [...] Dans la mesure où la valeur de marché du collatéral garantissant les crédits immobiliers est plus grande, le risque de perte sur le portefeuille de crédits diminue et il est alors possible de prêter plus sans accroître la probabilité de faillite.

Ainsi, la hausse des prix a un impact sur le marché du crédit similaire à celui qu'elle a sur le marché immobilier : loin de décourager la dynamique spéculative, elle la favorise. Les économistes parlent de « feedbacks positifs » pour qualifier ces forces qui vont dans le sens du mouvement au lieu de s'y opposer.[...]

En résumé, cette analyse nous dit qu'en phase d'euphorie, lorsque le prix de l'immobilier continue à augmenter, une grande richesse est produite qui favorise fortement la situation des acheteurs et des prêteurs. L'effet est proprement mécanique. Pour les acheteurs, c'est évident : ils sont plus riches puisque la valeur de leur capital a crû. Pour les prêteurs, deux effets se conjuguent. Ils sont plus riches des intérêts qu'ils ont perçus mais aussi, d'une manière plus complexe mais non moins importante, par le fait que leur stock de créances voit sa probabilité de défaut anticipé diminuer, ce qui signifie un accroissement de sa valorisation. Ces effets sont d'autant plus puissants que la richesse créée a été importante. C'est là la source de l'euphorie qui irrigue toute l'économie. Si de nouveaux acteurs rejoignent en nombre suffisant cette dynamique dans l'espoir que les prix continueront à croître, alors l'euphorie se perpétue. Notons que la politique monétaire laxiste menée par la Réserve fédérale jusqu'en 2004 a beaucoup favorisé cette évolution en fournissant au système financier les liquidités bon marché et abondantes dont il avait besoin pour financer cette euphorie. D'ailleurs, la croissance du crédit et la sous-estimation du risque n'ont nullement été limitées au seul secteur immobilier. Elles se sont diffusées à tous les secteurs.

Comme l'écrit Claudio Borio, Les volatilités et les primes de risque sont devenus exceptionnellement bas pour un très grand nombre de classes d'actifs, incluant à des degrés divers les obligations à taux fixe, le crédit, les actions et les taux de change.

André Orléan, *De l'euphorie à la panique, penser la crise financière*, Les cahiers du CEPREMAP, éditions Rue d'Ulm, 2009. pp. 29-31

Note : [1] L'expression "l'aveuglement au désastre" est empruntée à H. Minsky.

## 2- Comment les ventes forcées alimentent la déflation : le mécanisme de la déflation par la dette

Les conséquences de l'éclatement de la bulle sont clairement identifiées par Fisher. [...] La convention se retourne brutalement et on assiste à un mouvement collectif de vente. Celui-ci est évidemment la cause de la chute du prix des actifs. Si la valeur des actifs chute, la garantie qu'elle constitue voit sa valeur diminuer d'autant et le poids de la dette dans les bilans augmente.

Les entreprises qui doivent dégager des liquidités acceptent de baisser leur prix de vente. La baisse du prix des actifs s'accompagne ainsi d'une baisse du prix des biens. Les marges diminuent et les entreprises réduisent leur production. Le chômage augmente et la richesse se contracte. Pour faire face à cette diminution de la demande conséquente à la hausse du chômage et à la baisse des revenus, les entreprises poursuivent la baisse des prix. La baisse du prix des actifs est entretenue par les ventes en catastrophe. Comme le dit si bien Boyer, entre la recherche de la liquidité et la déflation s'établit une dialectique perverse [Boyer, 1988, p. 189].

C'est en effet la volonté de se désendetter qui est à l'origine de la déflation, elle-même à l'origine du gonflement de la dette réelle. Les efforts pour réduire l'endettement conduisent finalement à l'accroître : " la déflation causée par la dette réagit sur la dette. [...] Si le surendettement d'où on est parti était suffisamment grand, la liquidation des dettes ne peut pas suivre le rythme de la chute des prix qu'elle entraîne. Dans ce cas, la liquidation est la cause de son propre échec. [...] Ainsi, c'est l'effort même des individus pour diminuer le fardeau des dettes qui l'augmente, [...] plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent " [Fisher, 1933, p. 173]. Cette spirale déflationniste déprime l'activité ; les faillites des débiteurs conduisant à la faillite des créanciers, on assiste alors à l'effondrement du système tout entier.

Si la dette nominale diminue, le ratio dette/PIB croît du fait de la forte baisse de l'activité. Par ailleurs, la baisse de la dette nominale est plus que contrecarrée par la baisse des prix, avec pour conséquence une augmentation de la charge de la dette en termes réels. " Ainsi aux Etats-Unis, de 1929 à 1933 [...], le ratio de la dette à la richesse interne croît de 55 % à 106 %. [...] De 1929 à mars 1933 [...], la charge réelle de la dette augmente de 40 % " [Boyer, 1988, p. 190]. La ressemblance avec les évolutions du marché immobilier aux Etats-Unis dans la présente crise est frappante. Toutefois, nous n'assistons pas à une déflation généralisée, du fait de la mise en oeuvre rapide et forte du policy-mix, qui s'est en particulier traduit par différents plans de sauvetage des banques.

Source : Sinapi, Christine, Pierre Piégay, et Ludovic Desmedt. « L'analyse des crises : Minsky, après Fisher et Keynes », L'Économie politique, vol. 48, no. 4, 2010, pp. 85-104.

Références citées :

Boyer, Robert, 1988, " D'un krach boursier à l'autre : Irving Fisher revisité ", Revue française d'économie, vol. 3, n° 3, p. 183-216.

Fisher, Irving, 1933, " La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation ", Revue française d'économie, vol. 3, n° 3, 1988, p. 159-182.

Document 26 : De la crise financière à la crise économique : les conséquences de l'effet de richesse négatif et de la contraction du crédit

*La crise financière coûterait 3 à 7 points de croissance aux principales économies avancées en 2009*

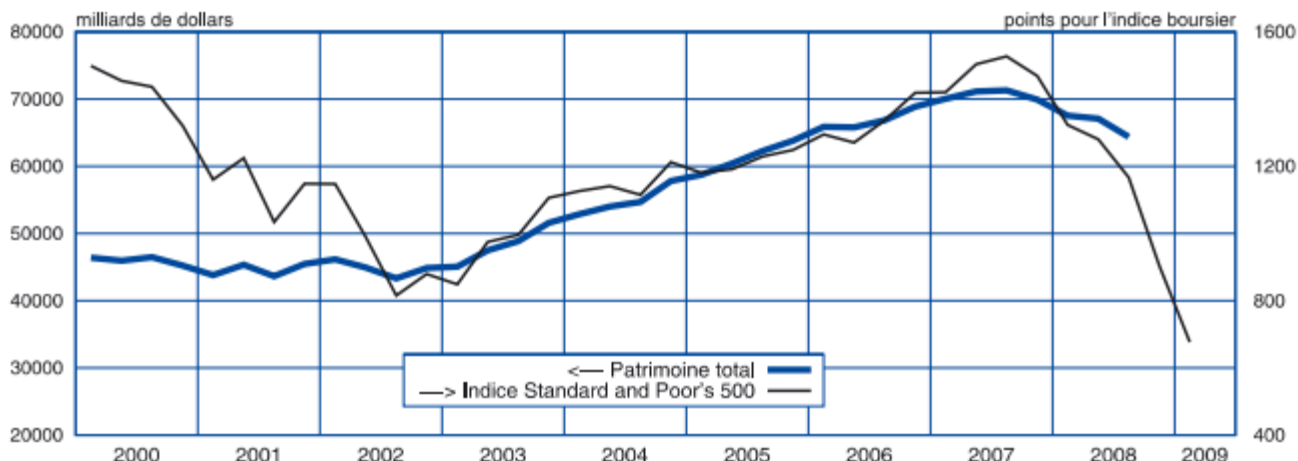
L'intensification de la crise financière à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers a entraîné un brusque décrochage de l'économie mondiale, touchant les pays développés comme les pays émergents. [...]

La crise financière s'est transmise à l'activité par trois canaux principaux. D'une part, la forte baisse du patrimoine des ménages les a incités à restreindre leurs dépenses. D'autre part, afin de restaurer leur ratio de solvabilité, les banques ont restreint l'accès au crédit, ce qui pèse sur la consommation et l'investissement des ménages et freine l'investissement des entreprises. Pour ces dernières, ces restrictions s'ajoutent à la hausse du coût de leur financement, qui se manifeste par : le renchérissement du coût du crédit bancaire ; la hausse des primes de risque exigées par les investisseurs pour souscrire aux émissions obligataires des entreprises ; et la hausse du coût des fonds propres du fait de la baisse des bourses. Enfin, la crise s'est transmise même à des pays a priori peu touchés directement par le truchement du commerce mondial. [...]

*"Effets de richesse" et détérioration de l'emploi affectent la consommation des ménages*

Le patrimoine des ménages, qu'il s'agisse du patrimoine financier ou immobilier, a été affecté par la baisse des prix des actifs. En particulier, le patrimoine des ménages américains a subi une forte dévalorisation : il a baissé d'environ 10 % entre le troisième trimestre 2007 et le troisième trimestre 2008.

### 6 - États-Unis : un patrimoine des ménages en forte baisse



Lecture : pour le patrimoine total, le dernier point correspond au troisième trimestre. Pour l'indice boursier, le dernier point correspond au 9 mars 2009. La perte de patrimoine consécutive à la baisse des indices boursiers et à la poursuite de la baisse des prix de l'immobilier est probablement forte au quatrième trimestre.  
Source : Flows of Funds, Federal Reserve

Cette perte de richesse des ménages a réduit leurs capacités à emprunter et fortement pesé sur la consommation à partir du premier trimestre 2008 du fait d'un « effet de richesse » négatif. [...]. Au premier et au deuxième trimestres 2008, l'effet de richesse a toutefois été compensé, d'abord par un maintien, puis par une hausse vigoureuse du revenu disponible des ménages. En effet, le gouvernement américain a mis en œuvre des réductions d'impôt qui ont soutenu le revenu. Au troisième trimestre 2008, la consommation américaine a fortement baissé du fait de la dépréciation des actifs des ménages. Toutefois, la baisse observée a été nettement plus forte que ce que les effets richesse et le pouvoir d'achat des ménages permettaient d'expliquer. Cette baisse peut vraisemblablement être imputée à de nouvelles restrictions dans l'octroi de crédits à la consommation et à la dégradation de la confiance face à la montée du chômage et à la crise financière [...].

En France, la consommation a plus souffert de l'atonie des revenus que de la dépréciation du patrimoine. On n'observe pas d'effet de la baisse de la richesse des ménages français sur leur consommation en 2008 [...]. D'une part, la dépréciation de leurs actifs a été limitée. D'autre part, la consommation française est beaucoup moins sensible aux variations de patrimoine des ménages que la consommation américaine. En 2008, l'effet de la crise s'est fait toutefois sentir à travers ses effets sur l'activité et le revenu disponible des ménages [...], lequel a stagné au premier trimestre puis diminué au deuxième. Cet effet sur le revenu a été compensé au quatrième trimestre par la diminution des prix à la consommation, elle-même étroitement associée à la baisse des prix du pétrole. [...]

La mesure des effets de richesse [...] indique que la chute des cours des actions à la fin de l'année 2008 entraînerait un impact négatif estimé sur le PIB beaucoup plus élevé en 2009 qu'en 2008. Les États-Unis et le Royaume-Uni se démarqueraient par un effet très négatif, lié notamment à l'ampleur de la crise immobilière dans ces pays. La consommation des ménages serait ainsi affectée par la crise de façon visible à travers la baisse de l'activité et les effets de richesse. [...]



Jean-Charles Bricongne, Vincent Lapègue, Olivier Monso, (Mars 2009), « La crise des « subprimes » : de la crise financière à la crise économique », INSEE Dossier

**Objectif 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.**

Document 27 : La nécessaire régulation du système bancaire et financier

La stabilité financière est [...] un bien commun sur lequel il est essentiel de veiller. Elle figure parmi les trois missions centrales de la Banque de France, aux côtés de la stratégie monétaire et des services à l'économie. [...]

Je tiens à dire d'emblée : la finance est un formidable instrument du progrès économique, décisif dans le décollage du capitalisme européen puis mondial depuis les XVI<sup>e</sup> siècle. Pour soutenir le commerce d'abord, l'investissement ensuite, l'innovation aujourd'hui, – et ainsi la croissance –, il est bien évidemment indispensable de créer des conditions propices au financement de l'économie et à des institutions financières solides. [...]

Comme toute activité humaine [...], la finance n'est pourtant pas à l'abri de certains excès, ni de certaines limites. Des études ont mis en évidence l'instabilité intrinsèque du système financier. L'existence de comportements de prise de risque excessive [...] ou la possibilité de paniques bancaires sont autant d'exemples de défaillances de marché ou d'externalités négatives, qui justifient l'intervention publique et la régulation financière. [...] La réglementation peut et doit jouer un rôle protecteur, en fixant certaines limites en amont et en renforçant les capacités de résistance aux impacts déstabilisateurs en aval. [...] La régulation financière apparaît en effet d'autant plus nécessaire que les crises financières ont des coûts économiques et sociaux souvent considérables, avec des répercussions profondes et durables. Une étude de Laeven et Valencia de 2013, qui répertorie 147 crises bancaires entre 1970 et 2011, évalue la perte cumulée médiane de la production à environ 23 % du PIB entre le pic d'activité précédant la crise et les trois années qui suivent. [...] En outre, au-delà des effets immédiats, les crises financières réduisent le potentiel de croissance de l'économie à long terme : les entreprises limitent en effet leurs investissements en recherche et développement, en capital et en infrastructures, ce qui entraîne une baisse de la productivité et un ralentissement du progrès technologique.

François Villeroy de Galhau, « Les régulations mises en place pour assurer la stabilité financière sont-elles compatibles avec l'accélération nécessaire de la croissance dans la zone euro ? », discours à l'Académie des sciences morales et politiques, 6 novembre 2017

Document 28 : Une régulation pour éviter les faillites bancaires

VIDEO : A quoi sert une banque ? Banque de France, ABC de l'économie :  
<https://www.youtube.com/watch?v=8l4sdXbgk4g&t=133s>

Document 29 : Pourquoi une banque doit-elle détenir des fonds propres ?

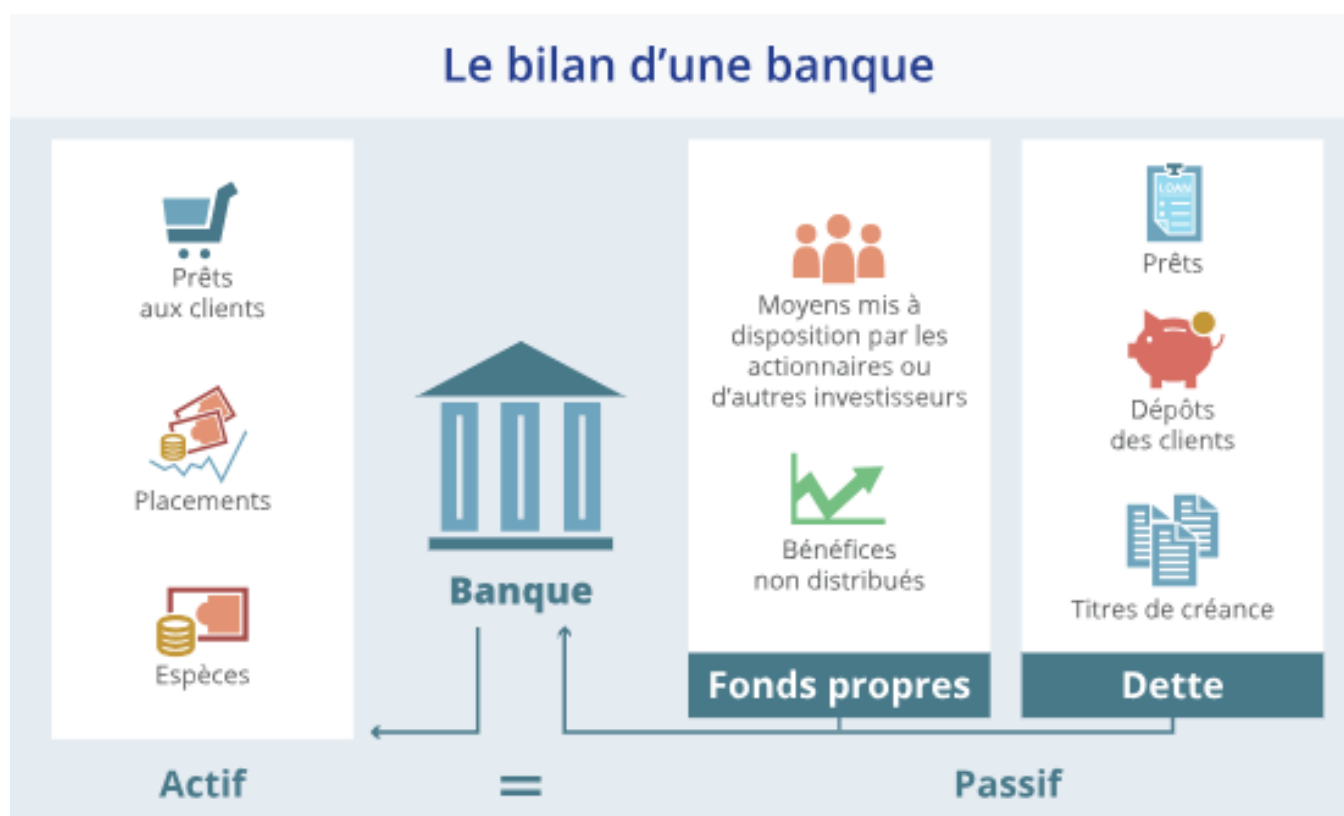
Les fonds propres participent de manière décisive à la santé et à la solidité des banques. [...] Les banques prennent des risques et peuvent subir des pertes si ces risques viennent à se concrétiser. Pour préserver leur stabilité ainsi que les dépôts de leurs clients, elles doivent être en mesure d'absorber ces pertes et de poursuivre leurs activités quelles que soient les conditions économiques, favorables ou défavorables. Le cas échéant, elles doivent recourir à leurs fonds propres.

Quelle quantité de fonds propres une banque doit-elle détenir ? Pour répondre à cette question, il faut examiner les risques inhérents à ses activités. Plus ces risques sont importants, plus le montant des fonds propres qu'elle doit

détenir est élevé. Il est par conséquent fondamental que les banques évaluent régulièrement les risques auxquels elles sont exposées et les pertes qu'elles pourraient subir. Les autorités de surveillance des banques passent ces évaluations en revue et formulent des remarques. Elles sont responsables du suivi de la santé financière des banques. Examiner la position de fonds propres est un aspect essentiel de cette mission. Mais que sont les fonds propres, au juste ? En quoi contribuent-ils à la solidité des banques ? Et quel niveau de fonds propres les banques doivent-elles détenir ?

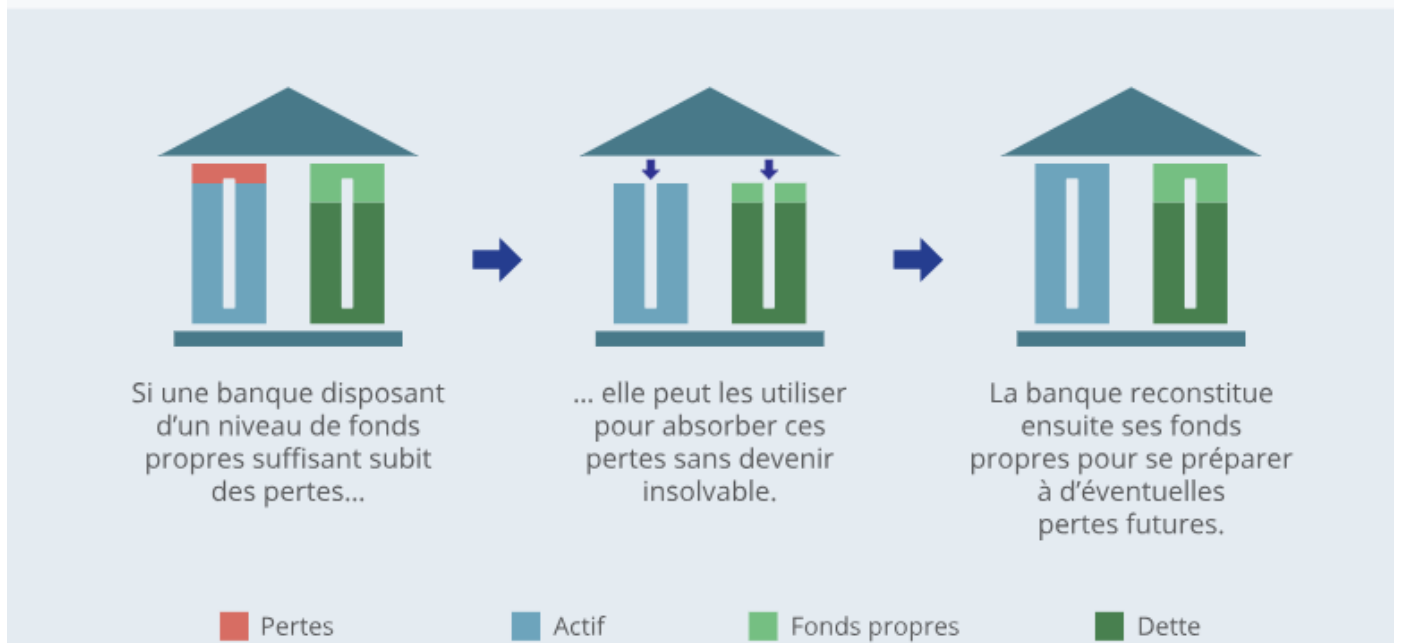
[...] En termes simples, les fonds propres correspondent aux moyens mis à la disposition d'une banque par ses actionnaires, ou d'autres investisseurs, ainsi qu'aux bénéfices qu'elle a réalisés et qui n'ont pas été distribués. Par conséquent, une banque souhaitant élargir son assise en fonds propres peut émettre davantage d'actions ou conserver ses bénéfices plutôt que de les verser aux actionnaires sous forme de dividendes. Globalement, chaque banque dispose de deux sources de financement : les fonds propres et l'endettement. La dette représente l'argent emprunté à des créanciers, qui devra être remboursé. Elle comprend, entre autres, les dépôts des clients, les titres de créance émis et les emprunts contractés par la banque.

Les banques utilisent les fonds provenant de ces deux sources de nombreuses façons, par exemple pour accorder des prêts à leurs clients ou pour réaliser d'autres investissements. Ces prêts et investissements ainsi que les fonds détenus en espèces constituent l'actif de la banque.



En quoi les fonds propres contribuent-ils à la solidité des banques ? Les fonds propres agissent comme un coussin financier contre les pertes. Lorsque de nombreux emprunteurs se trouvent soudain dans l'incapacité de rembourser leur prêt ou lorsque la valeur de certains investissements de la banque se contracte, par exemple, la banque subit des pertes et peut même faire faillite si elle ne dispose pas de coussins de fonds propres. En revanche, si elle est dotée d'une assise en fonds propres solide, elle peut l'utiliser pour absorber les pertes, poursuivre ses activités et servir ses clients.

## Les banques détiennent des fonds propres pour absorber les pertes



Quel niveau de fonds propres les banques doivent-elles détenir ? [...] [T]outes les banques soumises à la supervision bancaire européenne doivent respecter la législation européenne, qui fixe les exigences minimales de fonds propres [...] à 8 % de leurs actifs pondérés des risques. Mais à quoi correspondent les actifs pondérés des risques ? Ils sont calculés comme le total des actifs de la banque multiplié par leurs différents facteurs de risque (c'est la pondération du risque). Ces facteurs de risque indiquent le degré de risque perçu de certains types d'actifs. Moins un actif est risqué, moins sa valeur pondérée des risques est élevée et moins la banque doit détenir de fonds propres pour le couvrir. Par exemple, un crédit hypothécaire garanti (par un appartement ou une maison) est moins risqué, autrement dit présente un facteur de risque plus faible, qu'un prêt non garanti. Une banque doit donc posséder moins de fonds propres pour couvrir les crédits hypothécaires que pour couvrir des crédits non garantis.

Source : « Pourquoi les banques doivent-elles détenir des fonds propres ? », URL : <https://www.bankingsupervision.europa.eu>

Document 30 : Les ratios de solvabilité du Comité de Bâle

La régulation du secteur bancaire et financier ne date pas des années qui ont suivi la crise de 2007-2008. En effet, dès la fin des années 1970, le développement des marchés financiers s'est accompagné d'une réflexion quant aux institutions et règles à mettre en place autour de ces marchés, notamment d'instances internationales telles que le Comité de Bâle créé en 1974, le G6 en 1975, ou encore le G20 à la fin des années 1990. Le comité de Bâle est une instance de régulation importante car même si ses recommandations ne sont pas contraignantes en droit, elles le deviennent souvent rapidement dans les faits, d'une part parce que la pression des investisseurs et des acteurs de marché conduit souvent les banques à mettre en application les propositions du Comité, d'autre part parce que les Etats transforment généralement ces dernières en règles effectives inscrites dans le droit national. [...] C'est [...] au sein du Comité de Bâle qu'ont été édités les deux premiers accords fixant le cadre réglementaire dans lequel allaient opérer les banques. Le premier de ces accords est adopté en 1988. Ce sont les accords de Bâle I qui établissent un ratio international de solvabilité qui prend le nom de ratio Cooke, du nom du premier président du Comité de Bâle, Peter Cooke. Ce ratio contraint les banques à respecter un rapport de minimum 8% entre les fonds propres qu'elles

détiennent et le total des actifs pondérés par les risques auxquels est exposé chaque actif. Le principe consiste à imposer une capitalisation minimale aux banques afin de diminuer les risques d'insolvabilité. Un second accord est adopté en 2004 à travers les accords de Bâle II qui reposent notamment sur :

- le renforcement des exigences de fonds propres, à travers le remplacement du ratio Cooke par le ratio Mc Donough qui couvre davantage de risques (notamment le risque de marché et les risques opérationnels) en améliorant la manière dont sont calculés les coefficients de pondération ;
- l'instauration d'un mécanisme de surveillance prudentielle, par lequel les banques sont soumises à des stress tests et au terme desquels les autorités de régulation peuvent imposer des fonds propres supplémentaires.

Les accords de Bâle II ont été progressivement intégrés dans les pratiques des établissements de crédit, mais également à travers l'adoption de directives, notamment au niveau européen, pour promouvoir leur entrée en vigueur dans les différents Etats membres.

Toutes ces mesures ont cependant révélé leurs insuffisances lors de la crise de 2007-2008. Celle-ci illustre en effet l'incapacité de la logique purement microprudentielle à assurer la stabilité du système financier. La réglementation issue de Bâle II reposait sur l'idée que pour renforcer chaque banque individuelle : « la logique microprudentielle est centrée sur le renforcement de la robustesse des banques individuelles. Elle repose sur le présupposé selon lequel, en rendant plus résistante chaque banque individuellement, on renforce la robustesse du système financier dans son ensemble » [L. Scialom, 2009]. Cette idée a été battue en brèche avec le cas des banques systémiques dont on a vu au cours de la crise que leurs difficultés pouvaient précipiter la chute de l'ensemble du système financier et économique. De plus, il est apparu que les modèles d'évaluation du risque qui avaient été autorisés par les accords de Bâle avaient en fait conduit à une sous-estimation des risques pris par les banques. Ces derniers permettaient en effet aux banques de développer leurs propres modèles pour calculer le dénominateur du ratio de capital réglementaire. Cela leur a donné la possibilité de manipuler lesdits ratios et donc de s'imposer des exigences de fonds propres largement insuffisantes, ce qu'a d'ailleurs révélé la crise dès 2007. Il est apparu que la majorité des banques avait un ratio sur actif pondéré qui tournait autour de 2%, voire moins dans certains cas [Scialom, 2019]. Ces problèmes ont donc été au cœur des réflexions qui ont guidé les réformes postérieures à la crise. [...]

Dès 2009, le G20 réuni à Pittsburgh lance la préparation des accords de Bâle III qui tentent de tirer les leçons des problèmes posés par les deux accords précédents. Ainsi les exigences quantitatives et qualitatives du ratio de fonds propre sont relevées à travers l'instauration de nouvelles méthodes de calcul qui tiennent davantage compte des différents risques et reposent sur une définition plus stricte du capital. Celles-ci rendent les manipulations de ratio plus difficiles pour les banques. [...]

Delphine POUCHAIN (Dir.), (2019), *Monnaie et financement*. Clefs concours, Atlande. pp. 157-159

Référence citée : Laurence Scialom (2019), *La fascination de l'ogre. Ou comment desserrer l'étau de la finance*. Fayard Raison de plus.

Document 31 : Comité de Bâle 3 : la réforme des ratios de solvabilité

Bâle 3 a maintenu le ratio de solvabilité à son niveau de 8 % par rapport aux actifs pondérés par les risques. Toutefois, [...] le dispositif Bâle 3 tend non seulement à améliorer la qualité des fonds propres, mais encore à renforcer le niveau de ces fonds propres en instituant des exigences supplémentaires. La crise de 2007-2008 a illustré l'effet procyclique des règles prudentielles Bâle 2. En effet, lors d'un ralentissement économique, le risque de crédit s'accroît et les banques constatent la baisse de leur ratio de solvabilité. Si elles ne sont pas en mesure d'ajuster leurs fonds propres,

elles contractent alors leur offre de crédit et amplifient la récession. Tout ratio de solvabilité comporte un aspect procyclique, mais comme le ratio de Bâle 2 implique une mesure plus fine des risques, la procyclicité était accentuée.

Les nouvelles règles Bâle 3 prévoient donc un mécanisme considéré comme contracyclique : les banques seront tenues de renforcer leurs fonds propres dans les périodes de croissance économique caractérisées par une distribution excessive des crédits. Un écart trop important entre le ratio « encours de crédit/PIB » et sa tendance à long terme doit déclencher le dispositif. À l'inverse, il leur sera permis de réduire ces fonds en période défavorable.

[...] La crise financière et l'exemple de Lehman Brothers ont également montré que la défaillance d'établissements ayant une dimension mondiale pouvait avoir des conséquences systémiques. C'est pourquoi, pour compléter les exigences posées par Bâle 3, le Financial Stability Board a instauré pour les institutions d'importance systémique mondiale [...], la constitution d'un volant supplémentaire de fonds propres, fixé entre 1 % et 2,5 %. [...] Il résulte de ces accroissements des exigences prudentielles que les banques ont dû, ou vont devoir, soit augmenter leurs fonds propres, soit réduire la taille de leur bilan ou leur exposition aux risques. La recapitalisation peut se faire par émission d'actions nouvelles, par conversion de titres de dette en actions ou par incorporation de réserves. De grandes institutions, telle Deutsche Bank en 2011 ont ainsi procédé à une augmentation de capital.

Les banques françaises ont, quant à elles, pu atteindre l'objectif de 9 % en juin 2012 en privilégiant la mise en réserve des bénéfices ou la conversion de titres hybrides.

Source : De Coussergues, Sylvie, Gautier Bourdeaux, et Héger Gabteni (2020), *Gestion de la banque. Tous les principes et outils à connaître*. Dunod, pp. 41-89.

Document 32 : Les réformes des ratios de solvabilité présentées par Jézabel Couppey-Soubeyran



Dans les cinq premières minutes de cette vidéo, Jézabel Couppey-Soubeyran donne un aperçu des principales réformes des ratio de solvabilité mises en place au niveau supranational après la crise des subprimes, pour mieux encadrer les établissements bancaires et surtout les grandes banques systémiques («to big to fail») dont la faillite pourrait mettre en danger l'ensemble du secteur financier. Les accords de Bâle III (2010) ont renforcé les règles prudentielles en instaurant de nouvelles normes en matière de solvabilité et de liquidité bancaires. Ils visent notamment à améliorer la capacité du système bancaire à faire face aux chocs financiers ou économiques. Pour

consolider la solvabilité des banques, les exigences en matière de fonds propres ont été accrues et les banques systémiques se sont vues imposées une « surcharge en capital ». Cependant, pour Jézabel Couppey-Soubeyran, le mode de calcul des ratios de solvabilité bancaire limite la portée de cette nouvelle réglementation.

VIDEO de 0 à 5'39 : <http://ses.ens-lyon.fr/articles/evolutions-du-systeme-financier-international-et-reformes-bancaires#section-1>

Document 33 : Le prêteur en dernier ressort pour contenir la crise systémique

Tel fut le cas à compter de septembre 2008, car c'est au sein même du système bancaire américain que l'accident systémique est survenu, après la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, lorsque se sont matérialisés trois types de risques. D'abord, un risque d'illiquidité et de tarissement des échanges sur les marchés monétaires, principalement interbancaires, faute de confiance réciproque entre les banques. Ensuite, un risque d'insolvabilité parmi certains établissements bancaires, compte tenu de l'accumulation d'actifs dits toxiques, c'est-à-dire à haut risque de non-remboursement ou dont la valeur de marché s'était effondrée, ce qui mettait fondamentalement en cause la survie de certains établissements financiers. Enfin, un risque de contagion et de panique collective conduisant les ménages ou les investisseurs à multiplier les retraits ou les ventes d'urgence de leurs actifs financiers, et incitant les banques à adopter des politiques considérablement plus restrictives en matière de crédit, de nature à transformer ces difficultés, propres à la sphère financière, en crise de la sphère réelle.

Tous ces dangers relèvent du fait qu'un système financier est constitué d'un enchevêtrement d'engagements et de créances, et donc d'interdépendances, entre les banques, les banques d'affaires et les investisseurs, et, aussi, entre les divers types de marchés à l'échelle planétaire (monétaires, boursiers, devises, dérivés...). La pérennité de ces marchés dépend de la confiance réciproque que s'accordent les intervenants et d'un minimum de visibilité quant à l'avenir. Lorsque la défiance s'installe et que la fuite vers la liquidité s'étend, l'entrée en scène d'un prêteur en dernier ressort est la seule solution de nature à assurer un minimum de coordination et de confiance, à même de colmater les brèches sans toujours éviter certaines faillites.

André Cartapanis, « Comment sauver la finance de ses crises ? » Alternatives Économiques Hors-série n° 087 – décembre 2010 [www.alternatives-economiques.fr](http://www.alternatives-economiques.fr)

#### Document 34 : Le rôle du prêteur en dernier ressort

Le marché interbancaire est en quelque sorte le prêteur en avant-dernier ressort. Du fait de la franchise dont elles bénéficient, les banques commerciales ont le devoir d'assurer la liquidité de l'économie. Or à la surprise générale, les banques refusèrent de faire circuler la liquidité entre elles par défiance mutuelle. On a observé une fois de plus le paradoxe de liquidité. Elle s'est asséchée dans un univers d'excès de liquidité. [...]

La crise de liquidité généralisée, paroxysme de la crise systémique, est le contexte dans lequel s'exerce l'intervention en dernier ressort des banques centrales. En l'espèce, sa durée et sa récurrence ont eu une longueur insolite. Le tableau [ci-après] énumère les injections de liquidités des banques centrales sur le marché interbancaire. Ces chiffres ne doivent pas s'ajouter parce qu'il s'agit de concours à très court terme pour permettre aux banques de régler leurs dettes mutuelles sur un à trois jours. Les avances des banques centrales permettent au système des paiements de rester fluide. Elles sont donc remboursées puis renouvelées en fonction des besoins jusqu'à ce que le calme se rétablisse dans le marché interbancaire.

#### Interventions en dernier ressort de la Fed et de la BCE à l'été 2007

FED Injections de liquidités (milliards de dollars)		BCE Injections de liquidités (milliards d'euros)	
9 août	24	10 août	94,8
13 août	38	13 août	61,1
21 août	7	22 août	40
23 août	17,2	29 août	50
30 août	5	6 septembre	42,2
7 septembre	2	13 septembre	75

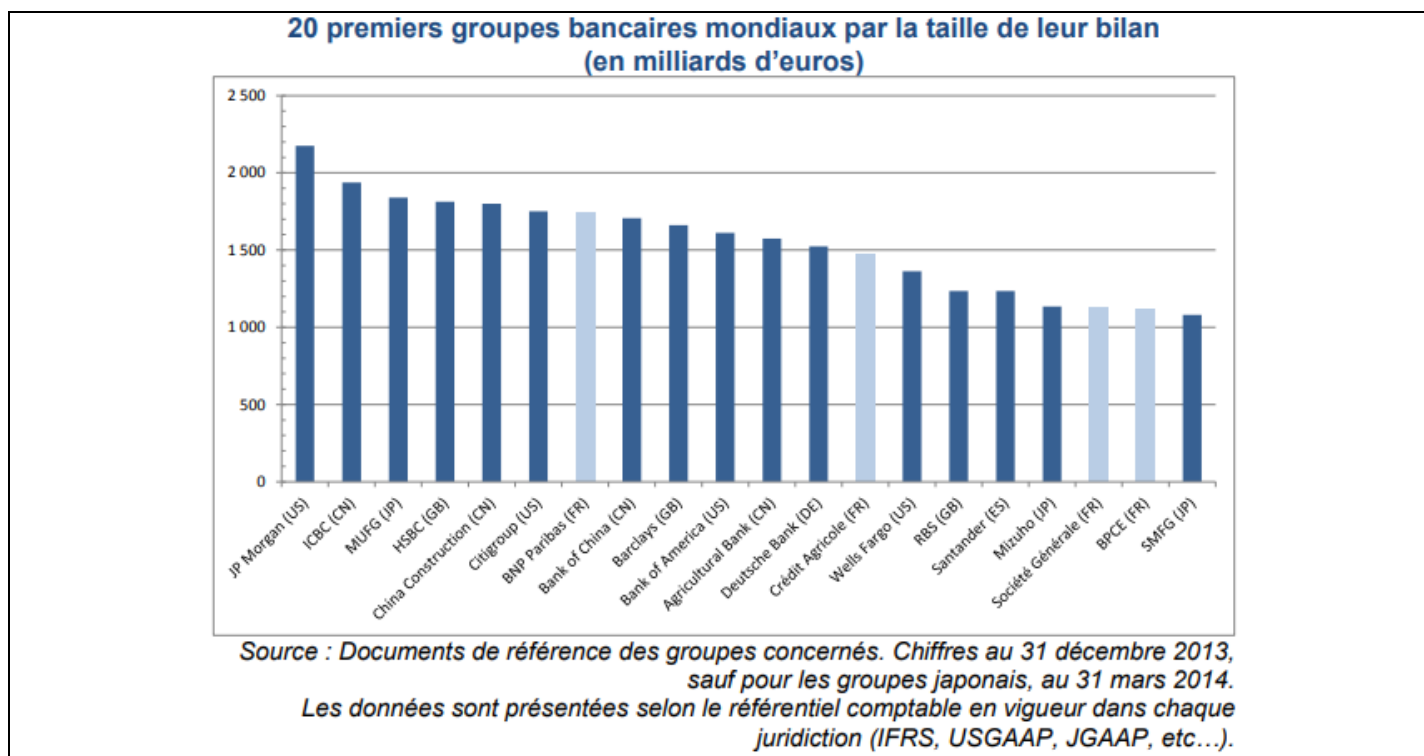
Lettre de l'OFCE n°289, 19 septembre 2007

[...] La crise de liquidité est liée à un phénomène de contagion. Celui-ci provient d'une dislocation soudaine des flux d'information dans les marchés financiers. Laisse à elle-même, cette dislocation conduit à une paralysie des marchés dont les conséquences économiques sont particulièrement graves. Le rôle immédiat du prêteur en dernier ressort est de restaurer la confiance dans le système financier par la provision de liquidité. Comme les actions de la Fed et de la BCE l'ont montré, la vitesse de réaction est cruciale. Mais la limitation de l'aléa moral causé par ces interventions requiert une supervision et une réglementation adéquates.

Michel Aglietta, (2008) *Macroéconomie financière*, La découverte, Manuel Grands repères, 5<sup>ème</sup> édition. pp. 190-191



## Document 35 : Le poids des banques systémiques



## Document 36 : Les banques systémiques et le problème d'aléa moral

Les banques systémiques globales sont des acteurs de la finance mondiale dont l'existence est relativement récente. Elles sont nées du mouvement généralisé au niveau international vers la banque universelle, à savoir une banque qui pratique toutes les activités de la finance. L'histoire commence aux Etats-Unis au milieu des années 1980, après le renflouement de la Continental Illinois en 1984. C'est à ce moment-là qu'est formulée pour la première fois la doctrine « too big to fail » : « trop grosse pour faire faillite ». Un rapide retour sur cet épisode si structurant pour la suite de l'histoire n'est pas inutile. En mai 1984, l'Etat fédéral américain, craignant une propagation à de très nombreuses plus petites banques renfloue la Continental Illinois, alors la septième banque des Etats-Unis, en situation d'insolvabilité. Loin de se contenter de dédommager les déposants, le plan de sauvetage indemnise également les créanciers non assurés de la société de holding bancaire. Devant rendre compte de cette opération devant le Congrès, le contrôleur de la monnaie admet que d'autres banques pourraient bénéficier d'un sauvetage de même type. [...]

La crise de 2008 a illustré que certains acteurs de la finance jouissent de privilèges exorbitants. Un traitement de faveur les protège d'une faillite qui pourrait entraîner dans son sillage le système dans son ensemble. La taille, la complexité, l'opacité, l'internationalisation des activités et des structures des groupes bancaires systémiques, leur degré de connexion avec le reste du système financier, en font des intouchables. Ces acteurs de la finance bénéficient de la garantie implicite, voire explicite des Etats. La gestion de la crise financière globale n'a pas mis un terme à ce privilège particulièrement dommageable du point de vue de l'intérêt collectif. Ces établissements systémiques, qui s'exonèrent de fait de la discipline de marché, exposent donc l'ensemble du système aux dangers que représente leur possible défaillance. [...]

Ces banques systémiques capables de contraindre les Etats et les banques centrales à les aider sont particulièrement vulnérables en cas de crise systémique. Paradoxalement, cette vulnérabilité est une conséquence des garanties implicites dont elles bénéficient, dans la mesure où cette protection les incite à adopter des structures de bilan plus

risquées. C'est ce qu'on appelle en économie l'aléa moral. Cette notion désigne la tendance à prendre plus de risques (dont la contrepartie est plus de rendement) dès lors que l'on peut transférer le coût des risques pris sur un tiers- en l'occurrence, sur la collectivité.

Laurence Scialom, (2019), *La fascination de l'ogre. Ou comment desserrer l'étau de la finance*. Fayard Raison de plus. pp. 72-79

#### Document 37 : Le renflouement public des banques françaises

Au total, les pouvoirs publics – Etat via la SPPE (Société de prise de participation) et Caisse des dépôts- ont injecté, au 1<sup>er</sup> janvier 2013, pour 26,3 milliards d'euros de fonds propres ou quasi-fonds propres dans les banques françaises, dont une part de 6,55 milliards d'euros au profit de Dexia qui semble pouvoir être largement passée par pertes et profits. Le tableau récapitule les apports en fonds propres ou quasi-fonds propres réalisés par les pouvoirs publics au profit des banques.

**Apports en fonds propres ou quasi-fonds propres  
réalisés par les pouvoirs publics au profit des banques  
(en milliards d'euros)**

BPCE	7,05
Dexia	6,55
Bnp Paribas	5,1
Société générale	3,4
Crédit agricole	3
Crédit mutuel	1,2
<b>Total</b>	<b>26,3</b>

Source : K. Berger, (2013), *Rapport fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire sur le projet de séparation et de régulation des activités bancaires*, p. 18.

## Document 39 : La supervision des banques par la banque centrale : l'exemple de l'Union bancaire

1- Video : Le mécanisme de surveillance unique expliqué en 3 minutes, Banque centrale européenne  
<https://www.youtube.com/watch?v=tEH7o6vKwTI>

2- Le contrôle des banques ne s'effectue plus seulement à l'échelle d'un pays : l'expérience a montré que les risques pris par une banque ne s'arrêtent pas aux frontières. Il est donc important d'organiser la supervision à l'échelle européenne, afin de protéger les clients et les systèmes financiers et économiques des pays.

Le MSU (Mécanisme de solution unique) a été mis en place fin 2014 pour harmoniser les règles et renforcer l'efficacité de la surveillance des banques en Europe. Dans le cadre du MSU, la BCE contrôle les 118 plus grands groupes bancaires de la zone euro, en collaboration avec chaque autorité nationale. Les autres établissements sont contrôlés par les autorités nationales, notamment l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution).



Des équipes de contrôleurs évaluent les risques pour détecter les éléments qui peuvent affecter la situation financière des banques. Ils peuvent se rendre dans les établissements, mener des entretiens, collecter et analyser des informations. Ils utilisent de nombreux indicateurs pour mesurer de façon objective la solidité des banques : ratios de fonds propres, taux des créances douteuses (crédits présentant un risque avéré de non remboursement), tests de résistance, etc.

L'ACPR peut demander aux banques d'adopter des mesures correctives si cela est nécessaire. Des sanctions comme des amendes ou des limitations d'activité peuvent être prises par l'ACPR ou la BCE. [...]

En France, les règles de sécurité et les contrôles rendent la probabilité d'une défaillance bancaire très faible. Tout est fait pour éviter que des difficultés ne surviennent. Au cas où cela se produirait, l'injection d'argent public ne serait envisagée qu'en ultime recours :

- en plus de leur contribution au Fonds de résolution unique (FRU) européen, les banques alimentent le Fonds de garantie des dépôts et de résolution français, chargé d'indemniser les déposants, jusqu'à 100 000 euros par personne et par établissement (70 000 euros pour les titres). Les « réserves » de ce fonds s'élèvent à environ 3,5 milliards d'euros;
- en cas de défaillance bancaire, si des pertes devaient être absorbées pour sauver une banque, les actionnaires seraient mis à contribution;
- ce n'est qu'en dernier lieu, et donc de façon très hypothétique, que les entreprises et les particuliers seraient affectés, pour les dépôts de plus de 100 000 euros.

Source : Banque de France, (2019), « La supervision des banques », L'éco en bref, Eurosysteme.

Document 40 : L'Union bancaire présentée par Jézabel Couppey-Soubeyran : portée et limites



Dans les cinq dernières minutes de cette interview, Jézabel Couppey-Soubeyran présente comment la supervision des banques à l'échelle européenne a été réorganisée au moyen d'une Union bancaire, créée en 2012, qui concerne les banques d'importance (de nature systémique) de la zone euro. L'Union bancaire européenne comporte trois volets : une supervision unique autour de la BCE ; un mécanisme de résolution des crises et des défaillances bancaires à l'échelle européenne ; un système de garantie commune des dépôts unique (encore à l'état de projet). Toutefois, malgré de nombreuses réformes, celles-ci restent d'ampleur limitée pour Jézabel

Couppey-Soubeyran, en raison de la pression exercée par certains lobbies bancaires qui ont obtenu des aménagements dans la réglementation. C'est le cas par exemple pour la loi de séparation des activités bancaires votée en France en 2013...

VIDEO de 5'40 à 11'40 : <http://ses.ens-lyon.fr/articles/evolutions-du-systeme-financier-international-et-reformes-bancaires#section-1>