

**UNIVERSITE MOULAY ISMAIL**  
**Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - Meknès**

**Masters :**

Economie et management internationaux

Management logistique

**Module : Macroéconomie**

**Axe V : La crise financière**

## **I. Les facteurs à l'origine du déclenchement de la crise**

- **Le dégonflement de la bulle sur le marché immobilier américain** : à partir de l'année 2006 le prix de l'immobilier américain diminue. L'effondrement du marché immobilier américain se confirme dans l'année 2007.
- **Les défauts de paiement liés aux crédits « subprime », crédit hypothécaires américains, se multiplient** :

M. AGLIETTA : les crédits subprimes reposent sur des mécanismes risqués et des « incitations perverses ». Les ménages américains, à faible revenu, parfois insolvable, sont incités à emprunter à des conditions particulières ; ils se croient protégés par la valeur de leur actif immobilier, en cas de difficultés de paiement. Mais dans un contexte d'augmentation des taux d'intérêt (entre 2004 et 2006), les défauts de paiement se multiplient ; d'autre part, la valeur du patrimoine immobilier est devenue inférieure à celle des crédits qu'il devait garantir.

- **Les activités bancaires ont dévié vers des pratiques à haut risque : Elaboration de la titrisation** :

- **Opération financière** qui consiste à transformer des prêts bancaires traditionnellement illiquides en titres aisément négociables sur des marchés, par l'intermédiaire d'une entité juridique ad hoc (Special purpose vehicle).

- **La banque, à l'origine des prêts, les cède à une institution (le véhicule)** qui finance cette acquisition en émettant des titres ; les investisseurs (autres banques, hedge funds, assureurs, grandes entreprises) achètent ces titres. Mais la transformation s'accompagne d'une restructuration : les actifs ou créances diverses achetés par le «véhicule» sont vendus en produits restructurés (découpés en différentes tranches, des pools de crédits) : ABS : Asset Backed Securities (titres adossés à des actifs).

- Ces fameux « titres » procuraient à un certain moment des rendements élevés.

### **La titrisation apporte d'abord des avantages :**

- **La titrisation permet aux banques un transfert de risques** : vendre les risques à une autre institution permet aux banques de distribuer des crédits en nombre plus important ; est-ce efficace ? Le problème est que l'opacité est forte, et que le même support change de main souvent.
- **Elle permet aux banques de leur faire économiser du capital**, elles

n'ont plus besoin d'immobiliser des réserves comme leur imposent les règles prudentielles (règles de Bâle II : ratio de 8% de fonds propres par rapport à leur encours de crédit).

- **Elle permet une nouvelle palette de placements avec des caractéristiques de rendement et de risque\* extrêmement diversifiés.**

- **Cela encourage un effet de levier important pour les banques.**

- **La titrisation est une innovation financière** qui s'est développée aux Etats-Unis dans les années 70, au départ sur les prêts hypothécaires, sous garantie des deux agences publiques spécialisées que sont Fannie Mae et Freddy Mac, puis s'est généralisée à d'autres types de crédits et s'est étendue en Europe principalement dans le milieu des années 90. En 2006, le marché des créances titrisées s'élève à 1 000 milliards de dollars.

### **Les risques inhérents à la titrisation :**

- **Quand le marché des crédits immobiliers s'effondre, tous ces actifs perdent de leur valeur :** la titrisation s'est développée dans un contexte de hausse du marché immobilier, mais quand le marché se retourne, ni les maisons, ni les créances ne valent quelque chose. Le risque de défaut de paiement (des ménages) a été largement sous-évalué.

- **Les banques sont même obligées de soutenir les « véhicules » qui leur ont\* permis de se débarrasser des créances :** elles doivent reprendre dans leur bilan les actifs douteux des véhicules et provisionner les moins-values latentes.

- **Les agences de notation au cœur du système financier et des critiques**

Leur rôle est d'évaluer le risque des créances en cours ; les notes attribuées par ces agences vont de AAA à F ; AAA correspond à des créances ou à des firmes dont la solvabilité est jugée parfaite, F à des firmes proches de la faillite.

Les agences ont attribué des notes AAA à des créances douteuses sans transparence ni justification.

## **II. Les analyses macro et microéconomiques de la crise**

- **Causes micro économiques (P. ARTUS) :**

- **Manque de transparence sur le degré de risque des ABS :** le rôle des agences de rating reste trouble ; leur capacité à estimer correctement les risques est remise en question.

- **Normes comptables et règles prudentielles :** les actifs évalués au prix

du marché, sont inscrits au capital des entreprises et des banques : si le prix des actifs baisse, les normes comptables (valorisation au prix du marché) conduisent à une perte en capital. D'autre part, les règles prudentielles (accords de Bâle II) impliquent que la perte de fonds propres réduise la capacité des banques à distribuer des crédits ; la chute du crédit entraîne un ralentissement de la croissance ; les prix des actifs baissent à nouveau □

- **Quelle efficacité du transfert de risque des banques vers les investisseurs institutionnels, par le marché des titres ?** Les banques se débarrassent du risque en « sortant de leur bilan » 60% des crédits et en les titrisant ; elles transfèrent le risque vers des assureurs qui ne connaissent pas les clients, et qui fourniront une moins bonne analyse de la qualité des emprunteurs.

- **Crédits aux ménages américains :** le crédit hypothécaire est en lien direct avec la valeur des actifs immobiliers ; tant que la valeur de la maison achetée est supérieure au montant du crédit, l'emprunteur est présumé solvable. Les banquiers ont certainement la « bonne intention » de proposer aux ménages les plus pauvres d'accéder à la propriété. Cela incite les banques à un relâchement des conditions de crédit, pour rechercher de nouvelles rentabilités, vers une clientèle dont la solvabilité est douteuse.

## **Causes macroéconomiques**

- **Augmentation de la liquidité créée par les banques centrales :** la monnaie BC augmente de 15 à 20% par an depuis les années 2000.

- **Première source de l'excès de liquidité :** accumulation des réserves de change des pays émergents qui financent les déficits américains.

- **Deuxième source de l'excès de liquidité :** des politiques monétaires expansionnistes, même en phase d'expansion économique, qui par un maintien de taux d'intérêt faible, jusqu'en 2004, ont encouragé une forte distribution de crédits et un excès d'endettement.

- **Insuffisance d'instrument de la politique monétaire :** les politiques monétaires ont comme instrument unique le taux d'intérêt directeur des BC, pas les Réserves obligatoires, ni le ratio de bilan des banques ; ce seul instrument est une arme à double tranchant, car il provoque des conflits d'objectifs. Il faudrait utiliser des instruments de réglages plus fins, permettant de limiter les crédits immobiliers, par exemple, des réserves obligatoires plus élevées pour les crédits immobiliers dans les pays concernés, sans limiter les crédits aux entreprises.

## **M. AGLIETTA :**

- Cette crise est la plus grave, depuis l'après-guerre, de toutes les crises : elle est différente des précédentes, car elle met fin à un type de croissance fondée sur un

endettement débridé du monde occidental, du secteur privé. En ce sens, la crise sera désastreuse car elle engendrera des coûts sociaux extrêmement graves, mais elle peut être une opportunité de réorganisation de la finance mondiale.

- Cette crise a connu une maturation prolongée : elle se développe parce qu'il existait de nombreux dysfonctionnements macro et microéconomiques, la crise des subprime en est le catalyseur. La crise vient de plus loin, elle vient d'une combinaison de dysfonctionnements micro et macroéconomiques.

- Quels sont les dysfonctionnements ?

- Une mauvaise gouvernance des institutions financières qui a créé une incitation perverse à la prise de risques : on assiste à une dérive des comportements micro économiques vers une prise de risque excessive.

- L'échec du modèle d'évaluation des risques de crédit et l'opacité du marché des titres ; le transfert de risques s'accompagne d'un gonflement des risques, qui n'est plus évaluable de manière correct.

- L'existence de déséquilibres macroéconomiques accumulés et concentrés sur les Etats-Unis depuis la crise asiatique.

- Une idéologie globale de finance libéralisée fondée sur l'ouverture des marchés aux mouvements de capitaux, incontrôlée ; le « consensus de Washington » préconise les principes suivants : l'Etat minimal, la privatisation à outrance, l'ouverture aux mouvements de capitaux y compris dans les pays qui n'ont pas les moyens de l'assumer, la déréglementation généralisée de la finance : un laisser faire systématique des autorités financières.

- Un modèle de crédit, fondé sur des effets de levier, extrêmement dangereux : les banques, en se défaussant du risque, contribuent à la détérioration de la qualité du risque ; l'effet de levier est beaucoup plus important que dans le modèle traditionnel. On assiste à la fois à une augmentation de l'endettement dans une époque où la qualité du risque s'est dégradée.

Une augmentation de l'endettement des ménages inégalée et stupéfiante : les ménages américains ont une dette qui passe de 70% de leur revenu disponible au milieu des années 1990 à 140% en 2007 ; les ménages anglais sont passés d'un endettement de 80 % de leur revenu disponible à 180% en 10 ans.

- La logique de la finance pour elle-même, la banque de marché a permis

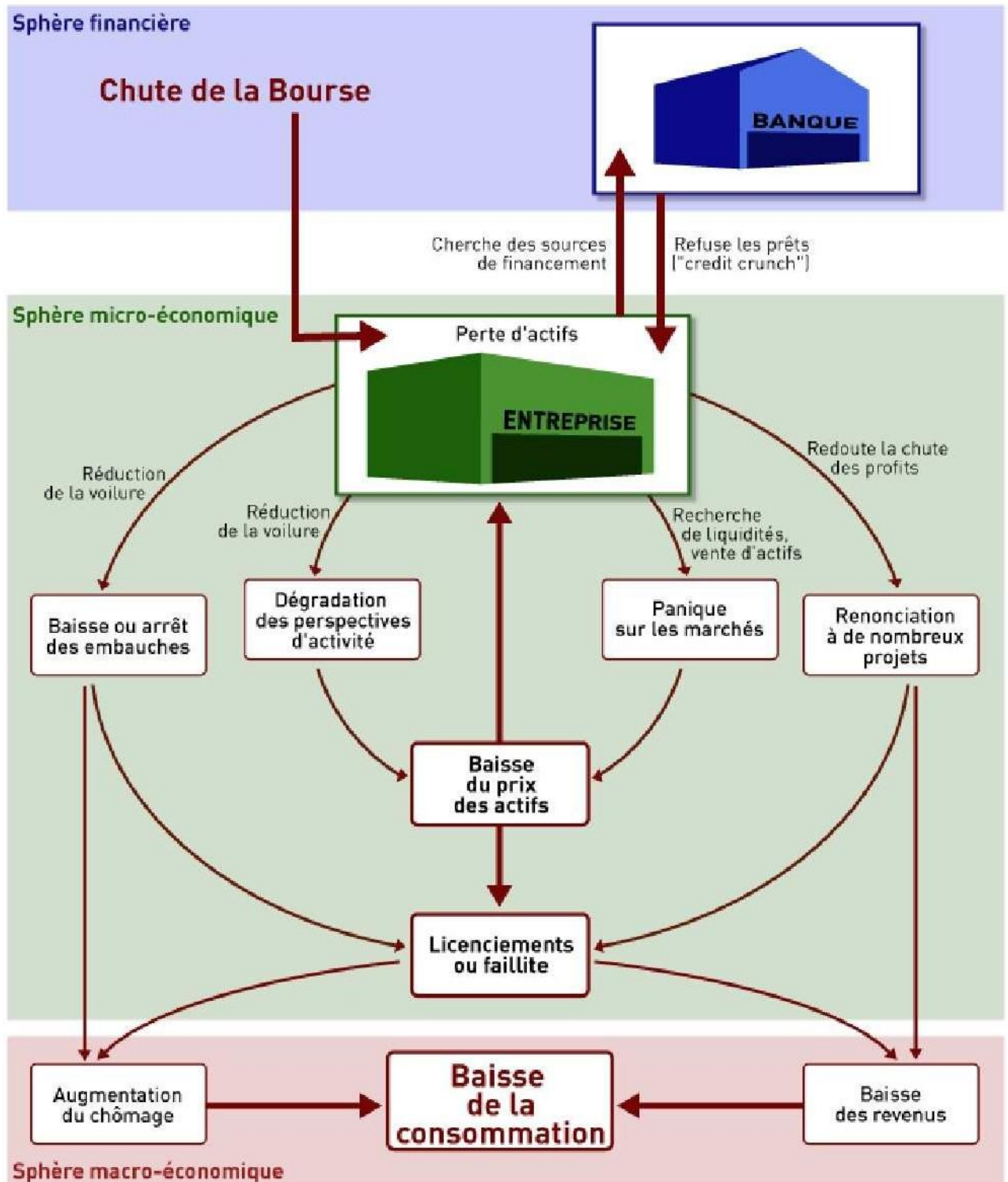
de prélever une rente énorme sur l'économie : aux Etats-Unis, les profits du secteur financier par rapport à l'ensemble du secteur privé sont passés de 10% à 40% en 2007 pour un secteur qui n'emploie que 5% de la main d'œuvre. La capitalisation boursière du secteur, qui s'amplifie, qui passe de 6% à 19% du secteur privé, relève que quelque chose ne va pas bien.

- La crise se transfère à l'économie : selon le même mécanisme, qui est celui de l'endettement favorisé par l'anticipation à la hausse du prix des actifs ; le crédit est tiré par l'anticipation de la hausse de la richesse, et ceci entraîne une dérive car il n'y a aucun

processus régulateur. Le processus va dans les deux sens : un désendettement massif plonge les économies dans une récession prolongée. Seule l'action d'un régulateur, peut limiter la récession ; l'Etat doit jouer le rôle d'emprunteur en dernier ressort pour limiter la crise, une seule solution : la maîtrise par la puissance publique, une intervention très forte de l'Etat.


En résumé : la crise des « subprime » s'est développée dans un contexte d'instabilité sous-jacente : la finance libéralisée contenait intrinsèquement des risques qui se sont réalisés avec une ampleur que l'on n'attendait pas.


## La contagion de la crise de la sphère financière à la sphère réelle



**La crise devient une crise systémique :**

 **C'est d'abord une crise qui frappe le marché immobilier (crise immobilière : retournement du marché immobilier, dégonflement de la bulle immobilière),**

 **Puis le système bancaire (crise bancaire : difficultés des banques, faillites),**

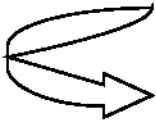
 **Puis l'ensemble du financement de l'économie (crise boursière : baisse de la valeur des indices boursiers crise financière : contraction du crédit : credit-crunch),**

 **Puis d'autres secteurs de l'activité économique (crise économique).**



### III. Les réactions face à la crise

#### Des interventions de l'Etat pour :



- Eviter les faillites bancaires ;
- Garantir la solvabilité des ménages ;
- Faire face à la crise de liquidité ;
- Contrer le ralentissement économique.

<b>Un plan de sauvetage des banques</b>	
<b>Description :</b> En septembre, les banques ont besoin de capital ; les investisseurs ont perdu confiance □ Le seul recours est l'intervention des Etats : 3000 milliards d'euros dans le monde seront apportés pour recapitaliser les banques.	<b>En France :</b> deux nouvelles structures juridiques ont été créées : <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>La Société de participation de l'Etat (SPPE):</b> Ses moyens financiers seront obtenus par emprunts sur les marchés. Limites : 40 milliards d'€. Elle a servi à prendre des positions au capital de Dexia ; elle pourra recapitaliser d'autres banques en difficulté. Obligations émises par les banques et souscrites par la SPPE à un taux de 8%.</li><li>• <b>La société de refinancement :</b> Détenue à 66% par les banques, à 34% par l'Etat. Emprunte sur les marchés financiers pour assurer les besoins de <del>financement à court et moyen terme,</del> dans une limite de 320 milliards les banques apporteront des titres financiers de bonne qualité contre des prêts accordés par la Société de refinancement.</li></ul>

**Effets attendus :** recapitaliser les banques pour les inciter à distribuer du crédit.

Aider au refinancement des banques.

**Effets pervers :** sauver les banques n'assure pas plus de distribution de crédit par celles-ci.

Garantir les dépôts bancaires	
<b>Description : pour éviter que les épargnants se précipitent aux guichets des banques, les Etats garantissent les dépôts bancaires à des plafonds différents.</b>	<b>En France : dépôts garantis à hauteur de 70 000 €</b>

<b>L'intervention des banques centrales : une facilité de refinancement</b>	
<b>Injection de liquidités par un apport de liquidités aux banques</b>	<b>En Europe : Mécanismes utilisés par la BCE : les instruments d'open market traditionnels ont été accompagnés de durée plus longue et d'autres possibilités de refinancement.</b>

**Effets attendus :** apporter des liquidités à l'économie, restaurer les possibilités de crédit.

**Les injections des banques centrales**

**Voici un petit récapitulatif des injections de liquidités sur les marchés financiers par les grandes banques centrales mondiales depuis lundi 15 septembre :**

- **La Réserve fédérale américaine**, la Fed : 180 milliards de dollars injectés jeudi 18 septembre sur les marchés. La banque de réserve fédérale de New York, intermédiaire traditionnel entre la banque centrale américaine et les marchés, a injecté mardi 50 milliards de dollars dans le circuit bancaire.
- **La Banque centrale européenne (BCE)** : 100 milliards d'euros.
- **La Banque d'Angleterre** : 25 milliards de livres.
- **La Banque du Japon (BoJ)** : 8.000 milliards de yens soit 53,3 milliards d'euros. Ces injections de fonds ont eu lieu via des opérations d'open market qui consistent pour la banque centrale à acheter aux banques privées des titres (notamment des bons du Trésor) afin d'accroître les liquidités sur le marché.

## Une politique monétaire assouplie : la baisse des taux directeurs

**Description** : une baisse des taux directeurs de la banque centrale.

**En Europe** : La BCE baisse ses taux directeurs :

- Le 15 octobre 08\* : - 0,5 point ; 3,75%

- Le 12 novembre 08 : - 0,5 point ; 3,25%

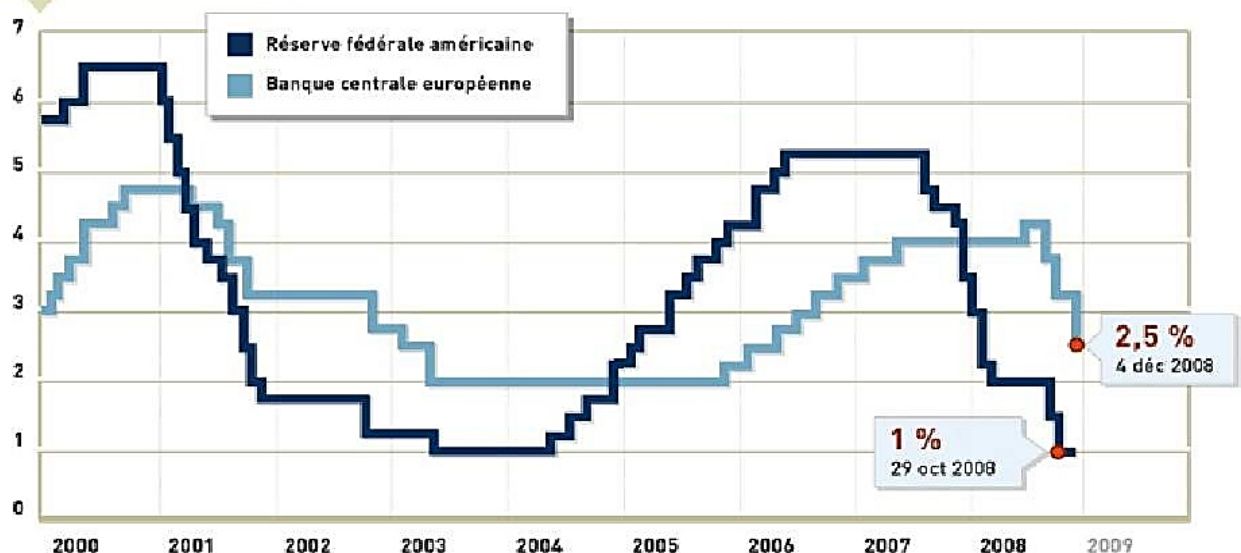
- le 10 décembre 08 : - 0,75 point ; 2,5%

**Effets attendus** : les banques de second rang devraient répercuter cette baisse des taux sur les crédits qu'elles accordent à leurs clients.

- le 21 janvier 09 : - 0,5 point : 2%

**Effets pervers** : les banques ne diminuent pas rapidement leurs propres taux d'intérêt, car elles privilégient la reconstitution de leurs marges et elles adoptent des stratégies très frileuses dans la distribution de crédits.

Principal taux directeur, en %



Sources : BCE, Fed

Politique budgétaire : un plan de relance	
<p><b>Description :</b> de nombreux pays ont 26 recours à un plan de relance pour adopté contrer la récession qui s'annonce. décembre.</p> <p>Injecter de l'argent public dans l'économie, En discussion au Parlement. par des dépenses publiques Supplémentaires selon les <b>En Europe :</b> un plan de relance de 200 milliards d'€. recommandations keynésiennes.</p> <p><b>Effets attendus :</b> un soutien à l'activité des entreprises, pour qu'elles retrouvent une marge de manœuvre financière, qu'elles limitent les destructions d'emplois.</p>	<p><b>En France :</b> un plan de relance de milliards proposé le 5 décembre, en conseil des ministres le 26</p> <p><b>Critiques :</b> elles sont nombreuses et faites par le monde politique, comme par certains économistes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- un plan qui manque d'ambition, qui nécessitera rapidement un second plan ;</li> <li>- qui ne soutient pas assez fortement et rapidement la consommation des ménages ;</li> <li>- besoin d'un plan de relance européen plus coordonné ;</li> <li>- risque d'un endettement collectif des Etats et des obligations d'Etat de moins bonne qualité et d'élévation des taux d'intérêt</li> </ul>

