

La crise financière mondiale de 2007-2008

CPGE 2

Marine Salès-Juet

2023/2024

Plan du cours

- 1 Introduction
- 2 Définitions
- 3 Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change
- 4 Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes
- 5 Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation et titrisation
- 6 Réforme de l'architecture financière internationale

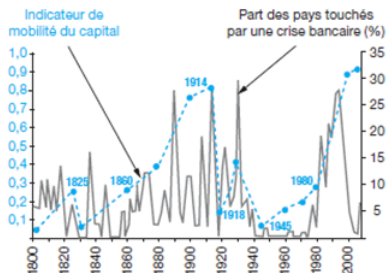
Plan du cours

- 1 Introduction
- 2 Définitions
- 3 Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change
- 4 Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes
- 5 Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation et titrisation
- 6 Réforme de l'architecture financière internationale

Introduction

- **Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart**

This Time Is Different : Eight Centuries of Financial Folly
(2009) : l'Amérique connaît « *une crise financière sévère de type ordinaire* ».



Source : Reinhart C. M. et Rogoff K. S. (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, p. 156.

Introduction

- Existe-t-il des caractéristiques **communes** aux crises financières ?
- **Comment** réformer le système financier international pour limiter ces crises financières, en **évitant** qu'elles ne se produisent et en **réduisant** leurs éventuels impacts sur l'économie ?

Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation

Réforme de l'architecture financière internationale

Plan du cours

- 1 Introduction
- 2 Définitions
- 3 Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change
- 4 Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes
- 5 Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation et titrisation
- 6 Réforme de l'architecture financière internationale

Les différents types de crises financières en lien avec les régimes

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation

Réforme de l'architecture financière internationale

Définitions

- **Finance**
- **Système financier international**
- **Marché financier**
- **Marché monétaire**

Les différents types de crises financières en lien avec les régimes

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation

Réforme de l'architecture financière internationale

Définitions

- Crise **bancaire**
- Crise **boursière**

Les différents types de crises financières en lien avec les régimes

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation

Réforme de l'architecture financière internationale

Définitions

- Crise de **change**



▶ [Link](#)

- 1 Énoncez les **causes** possibles d'une crise de change.
- 2 Expliquez la **conséquence principale** d'une crise de change.
- 3 **Comment** une banque centrale peut-elle lutter contre une crise de change ?

Les différents types de crises financières en lien avec les régimes

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation

Réforme de l'architecture financière internationale

Définitions

- Crise de la **dette souveraine**
- Crise **financière**
- Crise **économique**

Paradoxe entre :

- Flux de capitaux **utiles** à la croissance mondiale.
 - Formidable **instrument du progrès économique** qui a joué un rôle décisif dans le **décollage du capitalisme européen et mondial** depuis le 16^{ième} siècle.
 - Réduction des **coûts de transaction et d'information**, ce qui permet une **meilleure allocation du capital**.
 - **Ross Levine, Norman Loayza et Thorsten Beck (2000)** estiment qu'entre 1960 et 1995 certains PED auraient pu connaître des taux de croissance du PIB supérieurs **de 0,4 à 1 point de PIB par an** si leur système financier avait été **plus développé**.

Paradoxe entre :

- Crises financières particulièrement **récessionnistes**, surtout dans les pays **les plus récemment ouverts** aux mouvements de capitaux. Et qui ont touché aussi les pays **développés**.
 - Le système financier porterait alors une **instabilité intrinsèque** : « *myopie face au désastre* » selon **Jack Guttentag et Richard Herring (1986)**.
 - Des **externalités négatives** qui appellent selon **François Villeroy de Gaulhau (2021)** une **régulation financière** et une **intervention publique**.

Au final...

⇒ Les **bulles spéculatives** ou les **crises financières** seraient le prix à payer à **court terme** pour une **croissance plus forte** à moyen ou long terme...

Plan du cours

- 1 Introduction
- 2 Définitions
- 3 Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change
 - Crises de « première génération »
 - Crises de « seconde génération »
 - Crises de « troisième
- 4 Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes
- 5 Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation et titrisation
- 6 Réforme de l'architecture financière internationale

Crises de « première génération »

- Crises de **change** dans un régime de change **fixe** exposée par **Robert Flood et Peter Garber (1984)** et **Paul Krugman (1979)**.
 - Incohérence à **long** terme entre le **régime de change fixe** et une politique budgétaire durablement **expansionniste** financée par **déficit budgétaire**.
 - Cause : caractère **fini** des réserves de change permettant de **défendre** la parité.

Crises de « première génération »

- Mécanisme économique :
 - **Déficit budgétaire** → Politique monétaire **expansionniste** pour financer le déficit → **tendance inflationniste** → augmentation des importations et baisse des exportations → **déficit** de la balance des paiements → **dépréciation** de la monnaie nationale → **Impossible** : achat de monnaie nationale par la banque centrale contre des devises étrangères → crise de change du fait des réserves de change **limitées**.

Crises de « première génération »

- Crise par une **attaque spéculative**.
 - Les agents **observent** la politique monétaire expansionniste menée pour financer le déficit budgétaire et ils savent que le pays est en change **fixe**.
 - Ils pensent qu'à **long** terme la banque centrale n'aura **pas assez de réserves** pour assurer toutes les conversions à la **parité** établie.

Crises de « première génération »

- Crises due à l'**incapacité de l'Etat** à parvenir à une **discipline** budgétaire et monétaire, et non à l'**irrationalité** des agents.
- La crise est une réponse **rationnelle** à une **contradiction** entre politique économique et régime de change.
- Exemple : crise mexicaine de 1994.

Crises de « seconde génération »

- Crise de **change** dans un régime de change **fixe** par **anticipations auto-réalisatrices** exposée par **Maurice Obstfeld (1994)**.
- Exemple : attaque spéculative contre le Système Monétaire Européen en 1992 et 1993.

Crises de « troisième génération »

- Théorie des « crises jumelles » bancaire et de change de Paul Krugman (1999).
- Crise **bancaire** → augmentation de la masse monétaire pour lutter contre la crise bancaire → baisse du taux d'intérêt → fuite des capitaux vers l'étranger → monnaie moins demandée → dépréciation forte : crise de **change**.
- Crise de **change** → appréciation des devises étrangères → augmentation de la valeur réelle des dettes **libellées en devises étrangères** → crise **bancaire**.
- Exemple : crise thaïlandaise en 1997.

Plan du cours

- 1 Introduction
- 2 Définitions
- 3 Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change
- 4 **Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes**
- 5 Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation et titrisation
- 6 Réforme de l'architecture financière internationale

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes



▶ [Link](#)

● Questions :

- 1 Identifiez les **principales causes** de la crise des Subprimes.
- 2 Expliquez en quoi la crise des subprimes peut être considérée comme **systemique**.
- 3 Identifiez les **solutions** adoptées pour faire face à la crise des subprimes.

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

Abondance de la liquidité au niveau international

Du fait d'**importants excédents commerciaux** de certains pays comme l'Allemagne, la Chine, de politiques monétaires **accommodantes** et d'une **épargne forte** dans les pays émergents
Favorable à la prise de risques et à un excès de confiance → **crédits abondants et bon marché.**

Paradoxe de la tranquillité d'Hyman Minsky (1974), paradoxe de la crédibilité de Claudio Borio et Ilhyock Shim (2007).

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

- Crédits « **subprimes** » : ne satisfont pas aux normes fixées par **Fannie Mae** et **Freddie Mac** pour les prêts « primes » que ces institutions garantissent.
- Aux **Etats-Unis**, la dette immobilière se répartit en fait en **plusieurs catégories** selon le **degré de solvabilité** des emprunteurs et selon la **nature** des taux d'intérêt (fixes ou variables).

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

- Entre **2001-2006**, les montants des prêts « subprimes » ont été multipliés **par sept** pour passer de 94 à 685 milliards de dollars.
- Très forte augmentation de la part des emprunts à **taux variables** au détriment des emprunts à taux fixe : les premiers passent de 1 % à 13 % et les derniers de 41 % à 26 %.

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

Hausse des prix des actifs immobiliers

Ce qui favorise **d'autant plus** le **crédit hypothécaire** et la **consommation**, par à la **hausse** les prix des actifs immobiliers.

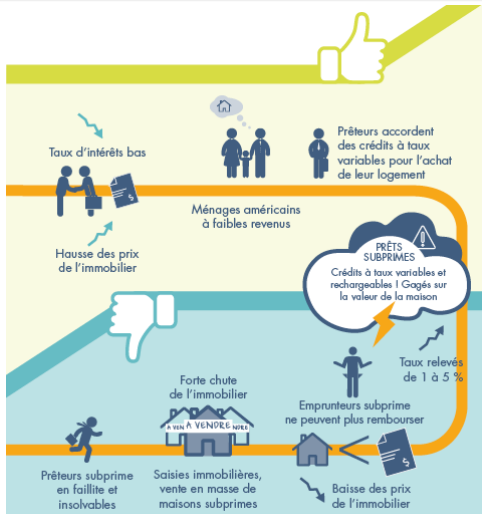
Principe de l'accélérateur financier de Ben Bernanke, Mark Gertler et Simon Gilchrist (1999) et effet de richesse d'Albert Ando et Franco Modigliani (1963).

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

Pratiques financières à risque

Titrisation : processus par lequel les créances sont **sorties** du bilan des banques permettant un transfert du **risque du crédit** à une **entité spécifique**.

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes



Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

- Hausse des **taux directeurs de la Fed** entre 2005 et 2006 → hausse des taux des crédits immobiliers à **taux variables** → « **moment minsky** » (Paul McCulley, 1998) → **spirale dette-déflation** (Irving Fisher, 1933) → augmentation en 2006 des **défauts de paiements** pour les prêts immobiliers américains « subprimes ».

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

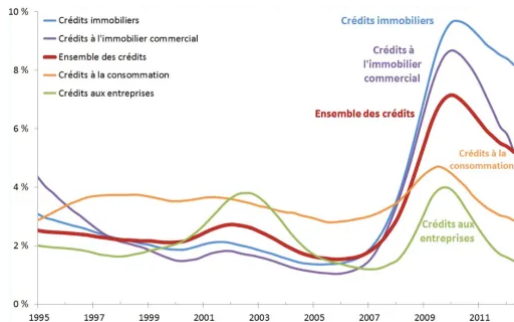


Figure 3 – Les incidents de paiements sur les crédits américains, 1995-2012 (source : FED)

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

- « **Moment minsky** » : **mars 2007**, annonce par **HSBC** de pertes importantes sur des **créances adossées à des prêts « subprimes »**.
- **Septembre 2008** : faillite de la banque d'affaire **Lehman Brothers**.

Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes

⇒ Crise **boursière**, de **défiance**, puis de **liquidité bancaire**, puis du **crédit**, puis **économique**, puis **sociale**, puis de la **dette souveraine** en Europe.

⇒

Risque systémique (Michel Aglietta, 2003) : « *Tous les accidents financiers susceptibles de s'étendre à l'ensemble du système financier puis à l'économie toute entière, à cause des externalités qui sont inhérentes à la présence du risque de système* ».

Plan du cours

- 1 Introduction
- 2 Définitions
- 3 Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change
- 4 Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes
- 5 Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation et titrisation
 - Spéculation et produits dérivés
 - Titrisation
- 6 Réforme de l'architecture financière internationale

Spéculation et produits dérivés

- **Nicholas Kaldor** : « *Achat ou vente avec intention de revente ou de rachat à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une **modification du prix en vigueur** et non par un avantage lié à l'usage du bien, une transformation quelconque ou le transfert d'un marché à l'autre* ».
- Acquérir ou céder un titre non pas en raison de son **rendement** mais parce que l'on entend profiter d'une variation prochaine du **cours du titre**.

Spéculation et produits dérivés

- **Bulles spéculatives** : le prix de **marché** d'un actif s'éloigne **durablement et cumulativement** de son prix **d'équilibre fondamental**.

Les bulles spéculatives

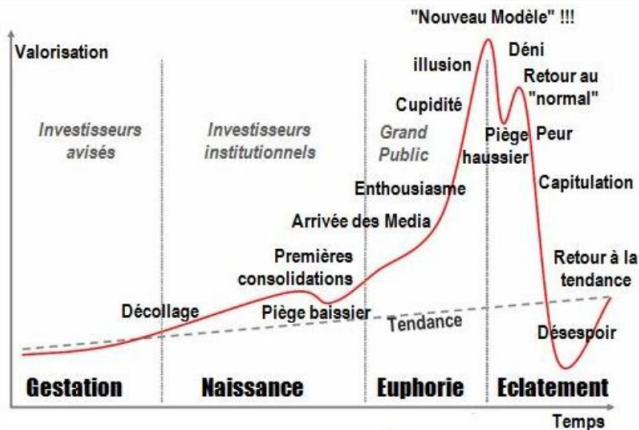


Figure 4 – Étapes d'une bulle spéculative

Les bulles spéculatives

- Bulles spéculatives **rationnelles** (Olivier Blanchard et Mark Watson, 1982) : les agents tout en sachant que l'actif est surévalué, considèrent que la hausse **va se poursuivre**. Ils continuent de spéculer à la hausse car les gains espérés **compensent** le risque pris jusqu'à un certain point. **Quand ce n'est plus le cas**, la bulle explose.

Les bulles spéculatives

- Bulles spéculatives **irrationnelles** : les agents prennent leurs décisions en ignorant ou en minorant l'importance des **déterminants fondamentaux** (comportements mimétiques, rumeurs. . .).
- **1634-1637** : première bulle, la « **tulipomanie** » en Hollande.

La "tulipomanie"

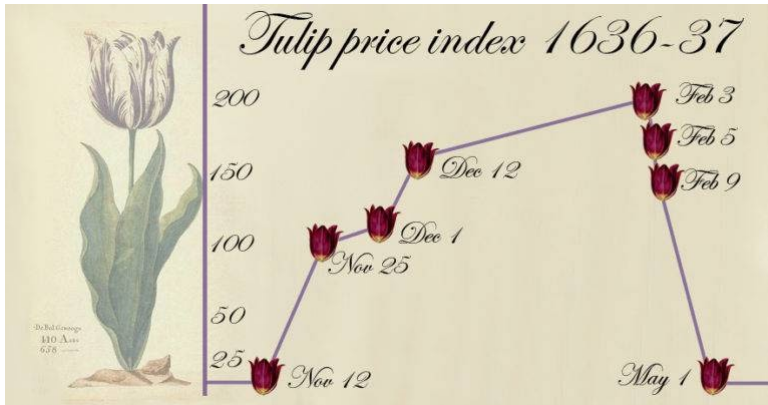


Figure 5 – Évolution de l'indice des prix des tulipes

Titrisation



▶ [Link](#)

● Questions :

- 1 Identifier ce qu'est un **SPV**.
- 2 Expliquez en quoi consiste la **titrisation** des créances.
- 3 Expliquez ce qu'est la **structuration par tranche** des titres ABS.
- 4 Expliquez l'**intérêt** de la titrisation pour une banque et pour l'économie en général.
- 5 Identifiez les **risques** associés à la titrisation pour la stabilité financière d'une économie.

Titrisation

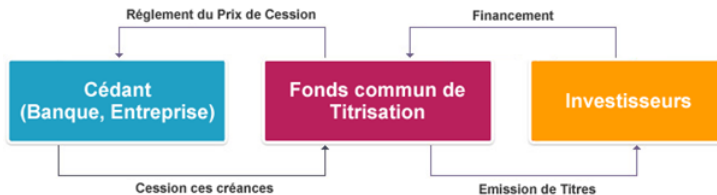


Figure 6 – Le principe de la titrisation

Titrisation

- **SPV** : Société juridique *ad hoc*, qui **achète les créances des banques** afin de les **refinancer**, en émettant ensuite des titres sur les marchés financiers (ABS, Asset-Backed-Securities).
- **Titrisation** : Transformation de crédits en **titres financiers obligataires** par l'intermédiaire du SPV/Fonds commun de créances, souvent filiale de banques.

Plan du cours

- 1 Introduction
- 2 Définitions
- 3 Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change
- 4 Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes
- 5 Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation et titrisation
- 6 Réforme de l'architecture financière internationale
 - La régulation *ex-post*
 - La régulation *ex-ante*

Réforme de l'architecture financière internationale

- **Régulation financière** : action de **supervision** d'organes de régulation afin d'**organiser** les marchés financiers par le biais de **recommandations, d'obligations et de sanctions** et de faire appliquer la **réglementation**.
 - Régulation ***ex-ante*** : **avant** le déclenchement de crises.
 - Régulation ***ex-post*** : **corriger/limiter** les effets d'une crise financière.

Réforme de l'architecture financière internationale

- Dilemme entre **régulation** et **coordination** : définir un cadre **architectural** au développement financier **au niveau mondial** et ne pas se contenter de la **juxtaposition de systèmes nationaux**.

La régulation *ex-post* aux Etats-Unis

- Baisse des taux d'intérêt **directeurs**.
- Politiques monétaires **non conventionnelles**.
- Plan de relance budgétaire « **Plan Paulson** » en octobre **2008** :
 - **Initialement** pour racheter des **titres illiquides/toxiques** américains de banques.
 - Utilisé en fait pour **recapitaliser** les banques et **nationaliser** la société d'assurance American International Group (plus grand assureur mondial) pour éviter un **effet systémique de contagion** trop important.

La régulation *ex-post* au niveau international

- Aides financières **internationales** contre des **plans d'austérité** : Grèce en 2010, 2011 etc., Espagne en 2012, Chypre en 2013...
- **Plans de relance** comme en France en décembre 2008.

Au niveau international

- Ratios de Bâle III / IV (2010) :
 - Difficile **adoption** et **mise en application** (en 2025 ?).
 - Philippe Aghion et Alexandra Roulet (2012) et Patrick Artus et Olivier Pastré (2021) : caractère **procyclique** des ratios de Bâle.

Aux Etats-Unis, la loi Dodd-Frank (2010) sur la régulation financière

- Objectifs :
 - Stabilité financière en améliorant la **transparence** du système financier.
 - Encadrer les banques « **systemiques** ».
 - Protéger le **contribuable** en mettant fin aux sauvetages financiers des institutions bancaires.
 - Protéger le **consommateur** des pratiques de services financiers **abusifs**.

Aux Etats-Unis, la loi Dodd-Frank (2010) sur la régulation financière

- Règle **Volcker** (version adoucie du **Glass Steagall Act**, 1933) : vise à **limiter les investissements spéculatifs** des banques bénéficiant de **garanties publiques**.
 - **Banques d'affaires** : font appel à l'**épargne publique** pour financer le développement **industriel**. En prenant certains risques, elles ne peuvent recevoir que des dépôts immobilisés **pour plus d'un an**.
 - **Banques de dépôts** : réception de **dépôts à vue** ou à **moins de deux ans** et distribution de crédit à **court** terme aux particuliers et aux entreprises.

Aux Etats-Unis, la loi Dodd-Frank (2010) sur la régulation financière

- Autorise la Fed à démanteler les **établissements « systémiques »**.
- Protège les consommateurs par la surveillance de l'information diffusée via un **bureau de protection financière des consommateurs**.
- Création d'un **bureau de supervision des agences de notation** au sein de la Security Exchange Committee (SEC).

Aux Etats-Unis, la loi Dodd-Frank (2010) sur la régulation financière

- **Agences de notation** : Entreprises **privées** qui évaluent la capacité des **entreprises**, des **États** et des **collectivités locales** à rembourser leurs emprunts.
Les grilles de notation des principales agences – **Standard Poor's**, **Moody's** et **Fitch** – s'échelonnent de **A** (bonne solvabilité) à **D** (situation de faillite), avec des degrés intermédiaires.
- Comme il est difficile pour un investisseur d'évaluer de **lui-même** le risque associé aux titres, l'information donnée par la note des agences de notation **continue à faire foi**. Ainsi, surveiller la **qualité** des informations utilisées devient crucial.

En Europe, les textes en application et en discussion

- **Union bancaire (2014).**
- **Système Européen de Surveillance Financière**, avec un Comité Européen de Surveillance Financière (CESF).
- **Mécanisme européen de stabilité (2012).**
- **Encadrement des agences de notation (2011).**

En Europe, les textes en application et en discussion

- **Projet de taxe sur les transactions financières :**
 - Procédure de **coopération renforcée**.
 - **Mise en place non prévue précisément pour le moment**, malgré la relance avec la crise sanitaire, et la grève de la faim de Pierre Larrourou, élu européen.
 - **Trois** objectifs : réduire le dumping fiscal, contribution aux finances publiques, réduire la spéculation à haute fréquence.
 - Existe en **France** depuis 2012.

Plan du cours

- 1 Introduction
- 2 Définitions
- 3 Les différents types de crises financières en lien avec les régimes de change
- 4 Les facteurs à l'origine de la crise des Subprimes
- 5 Pratiques financières à risques : produits dérivés, spéculation et titrisation
- 6 Réforme de l'architecture financière internationale

Conclusion : les enseignements de la faillite de la Silicon Valley Bank



▶ [Link](#)

● Questions :

- 1 Identifiez les **mécanismes** permettant d'expliquer la faillite de la Silicon Valley Bank (SVB).
- 2 Quelles **mesures** ont été prises par les autorités américaines afin de stopper **tout risque de contagion** à l'ensemble du système financier ?