

Chapitre 5 – La crise financière mondiale de 2007-2008

EXTRAIT DU PROGRAMME : 5. Relations économiques et financières internationales : Institutions et relations monétaires internationales depuis 1944 ; globalisation économique et financière, principaux faits et grandes tendances ; système monétaire et financier international.

PLAN DU COURS

- I. INTRODUCTION
- II. DEFINITIONS
- III. LES DIFFERENTS TYPES DE CRISES FINANCIERES EN LIEN AVEC LES REGIMES DE CHANGE
 - A. CRISES DE « PREMIERE GENERATION »
 - B. CRISES DE « SECONDE GENERATION »
 - C. CRISES DE « TROISIEME GENERATION »
- IV. LES FACTEURS A L'ORIGINE DE LA CRISE DES SUBPRIMES
- V. LES PRATIQUES FINANCIERES A RISQUES : PRODUITS DERIVES, SPECULATION ET TITRISATION
 - A. SPECULATION ET PRODUITS DERIVES
 - B. TITRISATION
- VI. LA REFORME DE L'ARCHITECTURE FINANCIERE INTERNATIONALE
 - A. LA REGULATION FINANCIERE *EX-POST*
 - B. LA REGULATION FINANCIERE *EX-ANTE*
 - 1. AU NIVEAU INTERNATIONAL
 - 2. AUX ETATS-UNIS
 - 3. EN EUROPE

MOTS CLES : système financier international, risque systémique, crises bancaire, boursière, de change, souveraine, financière, économique, crises de première, deuxième et troisième génération, régimes de change, spéculation, bulles spéculatives rationnelles/irrationnelles, marché financier, boursier, monétaire, titrisation, subprimes, emprunts à taux variables, Great modération, paradoxe de la tranquillité, moment Minsky, paradoxe de la crédibilité, véhicules de titrisation, liquidité, solvabilité, soutenabilité, hedges funds, shadow banking, fonds souverains, fonds de pension, fonds d'investissement, Bâle III, loi Dood-Frank, stabilité financière, Glass Steagall Act, agences de notation, établissements systémiques, accélérateur financier, politiques monétaires non conventionnelles, ratios de Bâle, effets d'hystérèse.

THEORIES/AUTEURS : Michel Aglietta (2003), Zoltan Poszar et al. (2010), Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart (2009), Robert Flood et Peter Garber (1984)*** et Paul Krugman (1979)***, Maurice Obstfeld (1994)***, Paul Krugman (1999)***, Olivier Blanchard, Eugenio Cerutti et Larry Summers (2015), Ross Levine, Norman Loayza et Thorsten Beck (2000), Jack Guttentag et Richard Herring (1986)***, François Villeroy de Gaulhau (2021), Fancesco Furlanetto et al. (2021), Antonio Fatas et Larry Summers (2018), Oscar Jorda, Sanjay Singh et Alan Taylor (2020), Claudio Borio et Ilhyock Shim (2007)***, Hyman Minsky (1974)***, Paul McCulley (1998)***, Irving Fisher (1933), Ben Bernanke, Mark Gertler et Simon Gilchrist (1999), Albert Ando et Franco Modigliani (1963), Olivier Blanchard et Mark Watson (1982)***, Philippe Aghion et Alexandra Roulet (2012), Patrick Artus et Olivier Pastré (2021), Olivier Blanchard et Larry Summers (1986).

BIBLIOGRAPHIE :

Drobinski, V. (2019). Introduction à l'économie. Ellipses : **Chapitre 7 – Les marchés financiers.**

DOCUMENT N°1 : Quelques définitions

- **Finance** : ensemble des **mécanismes** et des **institutions** qui apportent à l'économie les **capitaux** dont elle a besoin pour fonctionner.

- **Système financier international** : ensemble des **règles, accords, pratiques et institutions** qui organisent les échanges entre les **marchés financiers nationaux ou régionaux**.

- **Marché financier** :
 - **Au sens strict** : marché des capitaux à **long terme** portant sur des actions ou des titres de créance/obligations.
 - **Marché primaire** : lieu d'**émission** des titres par les entreprises et l'Etat.
 - **Marché secondaire** : lieu de **négociation** des titres déjà émis.

Rappel : **Marché des capitaux** = marché financier + marché monétaire.

- **Marché monétaire** : si on définit le marché financier **au sens strict**, marché des capitaux à **court** terme et à **moyen** terme (marché interbancaire **et** marché des titres de créances négociables).
- **Crise bancaire** : dégradation de la **situation** des banques qui sont victimes d'une **perte de confiance** liée à une **liquidité** et/ou à une **solvabilité** insuffisante.
- **Crise boursière** : effondrement général du **cours des titres** sur une ou plusieurs places boursières.

- **Crise de change** : chute brutale du **cours du change** d'une ou plusieurs devises.

- **Crise de la dette souveraine** : risque d'**insolvabilité** ou risque de **non soutenabilité** de la dette d'un Etat.

- **Crise financière**
 - Combinaison d'une crise **boursière**, d'une crise **bancaire** et la plupart du temps, d'une crise de **change**. On peut aussi y associer les **crises de la dette souveraine**.
 - Au sens **large**, on peut parler de crise financière dès que l'on observe **au moins** deux types de crises précédemment citées.

- **Crise économique** : dégradation brutale de la **situation** économique et des **perspectives** économiques à un niveau local, national et mondial.

- **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* ».

DOCUMENT N°2 : A quoi servent les marchés financiers ? Quand les marchés financent la guerre.

OBLIGATIONS

L'émission d'obligations de guerre par l'Ukraine rappelle que les marchés ont joué un rôle dans le financement des deux guerres mondiales.

Nessim Ait-Kacimi
@NessimAitKacimi

L'Ukraine a émis mardi pour 8,1 milliards de hryvnia (244 millions d'euros) d'obligations de guerre à un an, pour financer sa résistance armée face à la Russie et aider les civils. Le pays promet un taux de 11 % aux investisseurs particuliers ou institutionnels, mais avec une inflation ukrainienne à 10 %, le taux réel tombe à 1 %. Avec des moyens budgétaires limités, l'Ukraine a choisi de faire appel à la solidarité financière internationale. Cela va continuer. Elle pourrait émettre d'autres titres de guerre, libellés cette fois en euros et dollars. Certains Etats pourraient garantir le capital investi aux investisseurs. Cela aiderait le pays, qui compte une diaspora importante aux Etats-Unis prête à se mobiliser davantage financièrement.

Le cas n'est pas un isolé, loin de là. Les Etats-Unis, le Canada, le Royaume-Uni et la France (entre 1915 et 1918) ont eux aussi fait appel aux marchés et aux investisseurs lors des deux conflits mondiaux. La dette de guerre rapporte généralement moins que celle en temps de paix, du fait de l'inflation. Sa maturité est bien plus longue, des décen-

nies voire la perpétuité – comme pour les obligations britanniques émises pour financer la guerre contre Napoléon.

Pour les Etats-Unis, la Première Guerre mondiale fut financée à hauteur des deux tiers par la dette et un tiers par les impôts. Afin de « repousser les Huns [le surnom donné à l'époque aux Allemands sur les affiches de propagande américaine, NDLR] », les Etats-Unis émitrent en 1917 et en 1918 des « Liberty Bonds » (obligations de la liberté). Le secrétaire au Trésor, William McAdoo, avait alors déclaré que « toutes les grandes guerres doivent être des mouvements populaires, des croisades et entraîner un vaste élan romantique. »

« Défendez votre pays avec vos dollars ! »

En faisant appel au patriotisme, l'Etat renforçait l'unité de la Nation en proie au danger. A l'époque, les affiches interpellaient ainsi les citoyens : « Si vous ne pouvez pas vous engager dans l'armée, investissez dans les obligations de la liberté et défendez votre pays avec vos dollars ! » Le taux offert – de 3,5 % à 4 % sur 30 ans – était comparable à la rémunération de l'épargne. Les campagnes publicitaires – affichages, tracts lancés par avion au-dessus de New York... – étaient courtes mais intenses. Elles bénéficiaient du soutien de personnalités comme Charlie Chaplin.

Pour la Deuxième Guerre mondiale, plus de 300 stars se mobilisèrent à leur tour pour vendre des obligations de guerre. Certains firent des shows payants à travers le pays. L'actrice Dorothy Lamour fut la plus efficace dans l'exercice : pas moins



Pour financer sa résistance armée face à la Russie et aider les civils, l'Ukraine a émis 244 millions d'euros d'obligations de guerre à un an. Photo EPN/Newscom/Sipa

de 350 millions de dollars de souscriptions. Le chanteur Bing Crosby chantait pour sa part : « Achetez,

Le Royaume-Uni n'a terminé qu'en 2015 de rembourser sa dette de guerre.

achetez, achetez, achetez une obligation jusqu'à ce que nos gars reviennent à la maison... » Au total, 54 milliards de dollars de titres à un faible

rendement – 1,8 %, loin des 5 % de l'inflation – furent achetés par des particuliers, des entreprises ou des fondations. Ces obligations furent remboursées à la fin du conflit. Le vainqueur honore le plus souvent ses engagements. Pas le vaincu.

Seulement, les investisseurs ou leurs descendants doivent parfois s'armer de patience. Le Royaume-Uni n'a terminé qu'en 2015 de rembourser sa dette de guerre. Le chancelier George Osborne a alors déclaré que ce geste invitait « à se souvenir des extraordinaires sacrifi-

ces du passé ». Le pays avait émis en 1917 des titres à 3,5 %, proclamant : « A la différence du soldat, l'investisseur ne court aucun risque. »

Véritable relique

En plus d'un siècle, le Trésor anglais a réglé 5,5 milliards de livres d'intérêts. Il a aussi soldé une ardoise plus ancienne : des obligations – véritable relique – remontant aux guerres napoléoniennes. Quelque 11.000 sujets de sa Majesté ont hérité de ces titres et attendu de récupérer leur argent, généralement des som-

mes de 1.000 à 10.000 livres. La dette sert aussi à mener des combats géopolitiques diffus sur plusieurs fronts ou pays. Fin 2001, après les attentats du 11 Septembre, les Etats-Unis émitrent pendant dix ans des « Patriot Bonds » (obligations patriotiques) à taux variable. Objectif : collecter de l'argent pour « mener la guerre contre le terrorisme global ». Ces titres de longue durée (30 ans) valaient entre 25 et 10.000 dollars afin de permettre même aux ménages modestes de se joindre à l'effort de guerre. ■

Source : Les Echos, mars 2022.

Questions

1. En vous appuyant sur l'article, identifiez un des intérêts possible des marchés financiers.
2. Montrez que les marchés financiers sont à la fois source d'utilité économique et sociale, comme porteurs de risques intrinsèques pour les agents économiques.

DOCUMENT N°3 : La crise de change de « première génération »

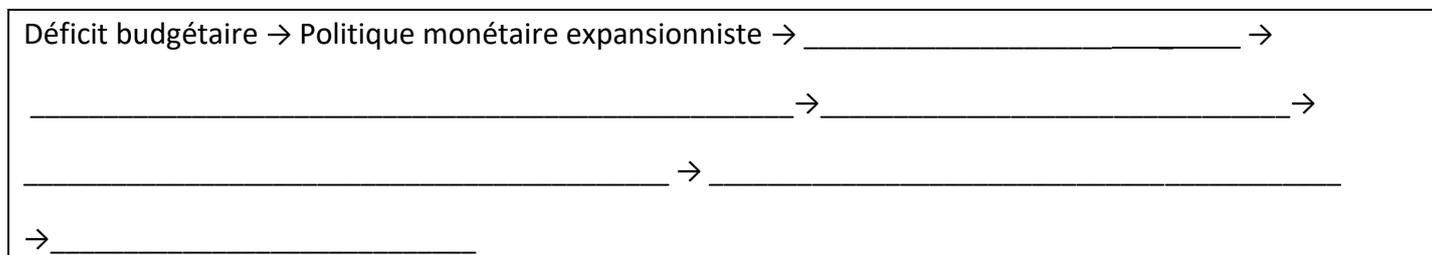
Robert Flood et Peter Garber (1984) et Paul Krugman (1979) ont identifié une crise de change dite de « première génération ». Cette crise de change opère dans un régime de change fixe, en raison d'une incohérence à long terme entre le régime de change fixe et une politique budgétaire durablement expansionniste financée par déficit budgétaire, lui-même monétisé par la banque centrale.

Question

A l'aide des mots clés suivants, retrouvez le mécanisme économique menant à une crise de change de « première génération » au sens de Robert Flood et Peter Garber (1984) :



- Dépréciation de la monnaie nationale
- Déficit de la balance des paiements
- Crise de change du fait de réserves de change limitées
- Tendance inflationniste
- Augmentation des importations et baisse des exportations
- Achat de monnaie nationale par la banque centrale contre des devises étrangères



DOCUMENT N°4 : Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) et Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)

Federal National Mortgage Association (Fannie Mae, 1983) et Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac, 1970) assurent la **fluidité** du marché du crédit immobilier américain en rachetant des prêts aux banques. La mission de ces deux entités, telle que la définit la législation, est **d'encourager l'accès à la propriété des Américains moyens**. Et leur action a consisté à **acheter des prêts hypothécaires** aux banques.

Les deux établissements sont des **sociétés privées**, qui ne sont pas liées formellement à l'Etat américain mais disposent d'une **ligne de crédit garantie par ce dernier**. Cette facilité leur permet d'emprunter de l'argent sur le marché à des taux bien plus faibles qu'une banque. Tous deux usent de cette capacité pour racheter des prêts immobiliers aux établissements de crédit qui les ont souscrits. En se portant acquéreurs de ces prêts, Fannie Mae et Freddie Mac permettent aux établissements de crédit **de s'en décharger et de pouvoir ainsi souscrire de nouveaux prêts**.

Ils garantissent ainsi le maintien d'une offre de crédit à des **conditions plus favorables** que si le marché se régulaient seul. Aucune des deux sociétés ne consent **directement** des prêts à des particuliers.

Questions

3. Identifiez la fonction de Fannie Mae et Freddie Mac.
4. Expliquez en quoi ces agences favorisent l'accès à la propriété des ménages américains.
5. A votre avis, pourquoi les crédits « *Subprimes* » ne sont pas garantis par ces agences ?

DOCUMENT N°5 : Les principaux acteurs des marchés financiers

Fonds d'investissement

Organismes de **placements collectifs**, aussi appelés **OPCVM**, qui collectent de l'épargne afin de la placer. Sociétés qui constituent un **portefeuille de participations** en entrant au capital de sociétés qui ont besoin de capitaux propres, sociétés qu'ils ont sélectionnées **selon certains critères de performances**.

Ces fonds sont **le plus souvent spécialisés** suivant l'objectif de leur intervention :

- Fonds de **capital-risque** : premiers stades de développement d'entreprises **innovantes prometteuses**.
- Fonds de **capital-développement** : besoins de financements additionnels pour supporter et accélérer la croissance des entreprises qui correspondent à des **stades différents de maturité** de l'entreprise.

Shadow banking

Système d'intermédiation financière qui regroupe des **entités extérieures au secteur bancaire** traditionnel mais qui remplissent pour partie des **fonctions semblables** (Zoltan Poszar et al., 2010). Ce sont tous les acteurs financiers dont les activités se rapprochent de celles des banques **mais qui ne sont pas des banques**, car ils ne perçoivent pas de dépôts, et ne sont **pas soumis aux mêmes contraintes réglementaires**.

Inclut les **fonds spéculatifs**, les **Special Purpose Vehicle...**

Hedges funds ou fonds de gestion alternative ou fonds spéculatifs

« *Toujours battre le marché* » Alfred Jones, inventeur des Hedge Funds.

Sont **inclus** dans les fonds d'investissement.

Organismes **privés** de **placements collectifs**, qui collectent l'épargne de **quelques épargnants très fortunés ou d'investisseurs institutionnels (banques, fonds de pension, fondations privées)** et effectuent des placements **risqués** afin de fournir à leurs clients des **rendements plus élevés que ceux du marché**.

Non destinés au grand public, mais réservés aux **investisseurs institutionnels** ou aux **grandes fortunes** car ce sont des **fonds très peu réglementés et très risqués**.

En 2011, l'Union européenne a adopté une directive pour réglementer et surveiller les fonds d'investissement alternatifs, qui comprennent les fonds spéculatifs, **dont les activités peuvent « répandre les risques dans le système financier ou les amplifier »**.

Fonds de pension

Apparus à la fin du 19^{ème} siècle aux Etats-Unis, organismes de **placements collectifs**, qui gèrent les **retraites** et **l'épargne salariale**.

Prise de risque importante, notamment aux Etats-Unis où il n'y a pas d'obligation pour ces fonds de **garantir le niveau des retraites futures** (risques supportés par les salariés).

L'**intérêt** de ce type de fonds est de favoriser des placements orientés vers le rendement à **long terme** (non soumis aux **humeurs** du marché) comme la gestion de l'épargne retraite est caractérisée par un horizon « long ».

Le problème soulevé par **Patrick Artus** est que ces fonds sont **cependant** soumis à la forte **concurrence** des autres fonds d'investissement et évalués à une fréquence **régulière** (souvent trimestrielle). Les gestionnaires de ces fonds sont donc tout de même soumis aussi à une **logique de rendements à court terme** et sujets à des comportements **moutonniers** selon les humeurs du marché.

Fonds souverains

Fonds qui possèdent, gèrent ou administrent des **fonds publics**. Ce sont des entités **distinctes** de la banque centrale du pays en question.

Ces fonds investissent en général à **long terme** les recettes publiques, souvent liées à **l'extraction de ressources naturelles non renouvelables** (pays pétroliers par exemple) ou à une **croissance importante des devises** (réserves de change liées à des excédents courants récurrents comme en Chine par exemple).

Les fonds souverains seraient aujourd'hui **plus d'une cinquantaine dans le monde**. Leur nombre exact reste difficile à connaître, en raison d'une **définition variable** (certains fonds pouvant être considérés comme une simple entreprise possédée par l'État ou bien un fonds de pension public), mais aussi d'un **manque de transparence** de certains Etats.

Objectifs :

- Gérer l'épargne nationale en l'investissant dans le pays ou à l'étranger : **rentabilité** (mais risque).
- **Equité intergénérationnelle** : servir aux générations futures grâce aux intérêts obtenus.
- **Stabiliser les revenus** des pays exportateurs face à la **volatilité** des prix des matières premières.
60 % des fonds sont d'ailleurs créés suite à **l'augmentation** du prix des matières premières.
Ce serait donc un remède contre la « **maladie hollandaise** » ou la « **malédiction des ressources naturelles** » : l'augmentation des revenus issus des exportations grâce aux revenus liés aux ressources naturelles entraîne **l'appréciation** de la devise nationale, ce qui finit par nuire à la **compétitivité prix** des économies et finit par **scléroser** toute l'économie d'un pays.

Leur rôle de **stabilisateur des marchés financiers** peut être important : ces fonds ont généralement des stratégies d'investissement à **long terme**, axées surtout sur **l'acquisition de bons du trésor**. Mais ces fonds

réaménagent aussi leur portefeuille en fonction des **tendances du marché** et en fonction des **promesses de rendements exceptionnels des hedge funds...**

De plus, certains critiquent ces fonds comme étant des **prédateurs**, avides de faire main basse sur les actifs **occidentaux**, comme lors de multiples rachats réalisés par le Qatar en France (PSG etc.).

Amar et al. (2018) montrent que 26,6 % des fonds des pays émergents sont destinés à l'Europe de l'Ouest et 18,2 % vers les Etats-Unis pour la période 2000-2015. Cela peut également s'expliquer par une recherche de **stabilité économique** associée à une **bonne gouvernance** de ces pays, qui n'existe pas ou pas dans les pays émergents concernés.

Exemples : China Investment Corporation (2007) en Chine doté de **devises mises à disposition par l'Etat** dans le but de générer un **rendement plus élevé** que celui des obligations d'Etat ; Fonds de stabilisation et de développement du pétrole **mexicain** (2014).

Le régulateur français : l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

L'Autorité des marchés financiers (AMF) est une autorité publique indépendante chargée, depuis sa création en 2003, de veiller à la **protection de l'épargne investie en produits financiers**, à l'**information** des investisseurs et au **bon fonctionnement** des marchés financiers. Depuis 2019, elle a aussi pour mission de veiller à la **qualité de l'information** fournie par les sociétés de gestion sur leur stratégie vis-à-vis du **changement climatique**. Pour remplir ses missions, l'AMF dispose de pouvoirs de **réglementation**, de **surveillance**, de **contrôle** et de **sanction**.

En 2021, elle a prononcé près de 50 sanctions financières ou disciplinaires. Elle a également traité près de 2 000 dossiers de médiation, soit des litiges opposant des épargnants et des entreprises financières.