

Leçon 8 : Actualité monétaire et financière. Les politiques de l'euro ; la crise financière.

I. L'euro et les politiques de l'euro

On envisage successivement :

- La création de l'euro
- Les autorités monétaires et la politique monétaire.
- Les politiques économiques dans le cadre de l'union économique.

1. La création de l'euro, monnaie unique

a. Les avantages de la monnaie unique.

La monnaie unique est le prolongement du grand marché européen établi au milieu des années 1980 mais elle constitue aussi une innovation radicale. Les avantages de la monnaie unique sont de différents ordres : commercial, financier, international et politique.

Le principal intérêt se situe principalement sur **le plan commercial**.

- Le premier avantage de la monnaie unique est, en effet, **d'éliminer les coûts de conversion**.
- Un autre avantage commercial fondamental tient à **l'élimination de l'incertitude de change**. Toute opération commerciale libellée dans une monnaie étrangère fait courir un risque aux entreprises (exportatrices ou importatrices), en raison du décalage existant entre la date de la conclusion du contrat et la date du paiement. La variabilité exerce un effet néfaste sur le commerce, puisque, face au risque de change, les agents réticents à prendre des risques, réduisent leur activité dans leur domaine si le risque s'accroît. Il est possible de s'assurer en partie contre le risque de change mais la monnaie unique élimine radicalement cette incertitude.
- L'utilisation d'une monnaie commune **facilite les comparaisons internationales** de prix et accentue la concurrence sur les marchés.

En matière financière, la monnaie unique est génératrice d'économies d'échelle et permet d'éliminer les effets néfastes de la libre circulation des capitaux.

- D'une part, une monnaie unique favorise la **fusion des marchés des instruments financiers de même catégorie**, ce qui permet aux entreprises et institutions financières de réduire certains coûts de gestion et qui rend les marchés plus larges, plus liquides et plus attractifs.
- D'autre part, les attaques spéculatives de 1992-93 ont montré que, dans le cadre du Système Monétaire Européen, des parités fixes avec de faibles marges de fluctuations ne résistaient pas à une totale liberté de circulation : une attaque massive des spéculateurs contre une monnaie, même si les « fondamentaux » de celle-ci sont satisfaisants, aboutit à une remise en cause des parités et des gains pour les opérateurs. La monnaie unique **supprime toute possibilité de spéculation entre monnaies européennes**.

Pour ce qui est des **relations internationales**, l'utilisation croissante de l'euro dans les transactions commerciales, comme instrument de facturation et comme monnaie de règle-

ment, est de nature à **réduire, en principe, l'instabilité induite par les variations du cours de dollar.**

Concernant **les politiques économiques**, l'union monétaire a trois types de conséquences :

- En premier lieu, **l'union monétaire fait disparaître une forme de « contrainte extérieure »**: pour un pays disposant d'une monnaie propre, un déficit extérieur, crée des tensions sur le marché des changes et aboutit donc à une dépréciation de la monnaie, ou bien une baisse des réserves et/ou une hausse des taux d'intérêt. D'où une « contrainte extérieure » : une politique de relance peut aboutir à une dégradation du solde commercial et, partant, à des problèmes de change. Dans le cadre de l'union monétaire, disparaissent les balances de paiements nationales, les marchés des changes nationaux et cette contrainte extérieure. Une augmentation de la demande dans une économie nationale ne peut pas se traduire par une dégradation de la balance des paiements ni par une dépréciation du taux de change ; de plus, il n'est plus possible que des opérations spéculatives sur le marché des changes aboutissent à la déstabilisation d'une monnaie.
- En deuxième lieu, **la monnaie unique élimine - à l'intérieur de la zone euro - la possibilité de dévaluations ou dépréciations compétitives**, qui ont pour inconvénients, de fausser la concurrence, de perturber les flux commerciaux et de semer la discorde entre les Etats membres.
- En troisième et dernier lieu, **les pays européens récupèrent une forme de souveraineté monétaire** que la libre circulation des capitaux avait fait disparaître.

b. Le passage à l'euro

Les critères de convergence

Le Traité de Maastricht impose des contraintes macro-économiques rigoureuses, à court terme, comme conditions d'entrée dans l'union monétaire. Ce sont les **critères de convergence** : faibles niveaux d'inflation (pas plus de 1,5% au-dessus du taux d'inflation des trois meilleurs en matière de hausse de prix) et de taux d'intérêt, maintien du taux de change à l'intérieur des marges « normales » du Système Monétaire Européen (plus ou moins 15%) et, pour ce qui est des finances publiques, un déficit public de moins de 3% du PIB et une dette publique de moins de 60% du PIB.

Le critère de faible taux d'inflation est le critère le plus pertinent. Un pays qui entrerait dans une union monétaire avec un taux d'inflation divergent des autres serait confronté à de grandes difficultés ; en particulier, tous les agents économiques endettés (entreprises, ménages et administration) à des taux d'intérêt nominaux élevés, subissent des pertes lorsque le taux d'inflation baisse, entraînant une hausse du taux d'intérêt réel et donc de la charge de la dette. La convergence vers les taux d'inflation les plus faibles a une justification économique, le faible taux d'inflation renforçant la valeur internationale de l'euro.

Les critères de finances publiques ont une légitimité intrinsèque mais le critère de déficit public (moins de 3% du PIB) présente l'inconvénient extrêmement grave d'être a-historique : le dénominateur (PIB) est, par définition, positivement lié aux variations de la production en volume, et le numérateur est négativement lié à la croissance : un ralentissement de la croissance augmente les dépenses et, surtout, diminue les recettes publiques : les impôts indirects et les coti-

sations sociales étant particulièrement sensibles aux variations de l'activité, de la production et de l'emploi.

La qualification de 11 pays en 1998.

Au sommet de Bruxelles, en mai 1998, onze pays sur quinze sont « qualifiés » pour la monnaie unique. Le succès est d'autant plus grand que, en raison de choix politiques, trois des quatre autres ne souhaitaient pas intégrer la zone de monnaie unique : le Royaume- Uni, le Danemark et la Suède. Comment expliquer ce succès ? C'est, indéniablement, le résultat d'un grand volontarisme politique dans les pays marqués par un taux d'inflation élevé et un déficit public important qui a permis de réduire fortement les déficits publics. Mais la volonté politique n'explique pas tout : sans la reprise de la croissance, le seuil fatidique de 3% n'aurait pas été atteint et la zone euro n'aurait pu être créée à cette échelle, à ce moment là. Ultérieurement d'autres pays rejoignent la zone euro : La Grèce, la Slovaquie, Malte..

Un passage à la monnaie unique en deux temps

Le passage à l'euro été organisé un calendrier articulé autour de deux échéances.

Dans un premier temps, en 1999, l'adoption de l'euro a pour résultat de supprimer les transactions sur les marchés des changes dans les monnaies nationales et de remplacer les opérations avec les monnaies tierces par des transactions en euros. La politique monétaire menée par la Banque centrale européenne s'applique en euro : le marché monétaire et les opérations interbancaires s'effectuent désormais exclusivement en euro.

Dans un deuxième temps, en 2002, les pièces, les billets, les comptes, les opérations scripturales libellées en monnaies nationales sont remplacées par des pièces, des billets, des comptes, des opérations scripturales en euro.

2. Institutions monétaires et politique monétaire

L'adoption de la monnaie unique s'accompagne, de la création d'autorités monétaires européennes et de la mise en place de nouvelles politiques monétaires et de politique de change.

a. L'indépendance des autorités monétaires

La gestion interne de l'euro est confiée à des instances monétaires indépendantes, la Banque centrale européenne (BCE) et l'Eurosystème (la BCE et les Banques Centrales Nationales (BCN)).

L'Eurosystème a pour mission de définir et mettre en œuvre la politique monétaire - par le biais des instruments classiques, opérations d'open market, fixation des taux et détermination de réserves obligatoires -, conduire les opérations de change, de promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et contribue à la bonne conduite des politiques de contrôle prudentiel des établissements de crédit et de stabilité du système financier. La BCE autorise l'émission de billets de banque et les pièces.

Il existe deux principaux organes de décision.

- Le directoire est composé d'un président, d'un vice-président et de quatre autres membres nommés par consensus par les gouvernements des Etats membres pour huit ans et non renouvelables.

- Le conseil des gouverneurs de la BCE est composé du directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales des pays membres de l'union monétaire. Le conseil des gouverneurs définit les orientations de la politique monétaire et le directoire met en œuvre la politique monétaire, conformément aux orientations arrêtées par le conseil des gouverneurs.

L'indépendance est assurée par des mandats longs et non renouvelables et par le principe selon lequel les décideurs monétaires « *ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des Etats membres ou de tout autre organisme* ».

On peut remarquer que le traité opère un amalgame en mettant sur le même plan les instances politiques nationales et les instances communautaires. S'il est indispensable que les autorités monétaires européennes soient indépendantes des gouvernements nationaux, en revanche, l'indépendance des autorités monétaires par rapport aux instances économiques communautaires, la Commission et surtout le Conseil, fait l'objet de controverses :

Est-ce que la politique d'une banque centrale indépendante ne tend pas à privilégier la stabilité des prix au détriment de la lutte contre le chômage ?

N'existe-t-il pas un problème de coordination lorsque, au sein de la zone euro, il existe un pôle de décision monétaire (l'eurosysteme) et une dizaine ou une quinzaine de pôles de décision budgétaire (les gouvernements nationaux) ?

Quelle est la légitimité politique des décisions prises par une banque centrale indépendante des pouvoirs politiques ?

b. Une politique monétaire de stabilité des prix fortement critiquée.

Le traité comporte, non seulement des dispositions institutionnelles – qui décide ?-, mais aussi des dispositions de contenu – quelle politique ? -« *l'objectif principal est de maintenir la stabilité des prix* » et si l'eurosysteme « *apporte son soutien aux politiques de la communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la communauté* » tels que la croissance durable et le haut niveau d'emploi, c'est « *sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix* ».

Cette priorité donnée à la politique de lutte contre l'inflation a fait l'objet de nombreuses critiques -en particulier des dirigeants politiques français de droite et de gauche, dont les partis avaient négocié et approuvé les traité !!!-, d'autant que les statuts de la Banque fédérale américaine lui assignent comme objectif de lutter contre l'inflation et de stimuler la croissance.

Dans les faits, la politique monétaire européenne a fait l'objet de nombreuses critiques très liées les unes aux autres.

- La stimulation de la croissance et la lutte contre le chômage sont sacrifiées au profit de la lutte contre l'inflation.
- Les taux d'intérêt sont maintenus à des niveaux très élevés, ce qui freine l'investissement et la croissance.
- La BCE a tendance à imaginer une menace d'inflation, même si celle-ci n'est pas réelle.
- En comparaison avec la politique de la Banque fédérale américaine, la politique monétaire européenne paraît rigide : les ajustements, en particulier les baisses de taux d'intérêt face aux risques de récession, sont pris plus tardivement, sont plus rares et de moindre ampleur. La politique américaine semble beaucoup plus flexible que la politique européenne.

Les défenseurs de la politique européenne avancent un argument juridique et un argument de fond.

- D'une part, les objectifs de la politique monétaire européenne donnant une priorité absolue à la stabilité des prix, sont définis par les Traités et les dirigeants de la Banque Centrale Européenne ne peuvent y déroger.
- D'autre part, la monnaie européenne a deux points faibles : c'est une monnaie jeune- à l'inverse du dollar, monnaie ancienne qui peut être prise d'accès de faiblesse sans que soit entamée son attractivité- et qui doit se créer progressivement une réputation de solidité ; c'est une monnaie qui ne s'appuie pas sur un Etat assurant la coordination entre politique budgétaire et politique monétaire. Dans ce contexte, la politique monétaire doit être particulièrement rigoureuse pour asseoir la crédibilité de l'euro.

c. Une absence de politique de change active

En ce qui concerne la politique de change, il est prévu que la BCE n'a pas le monopole de la politique puisque l'instance politique, le conseil européen, « *peut formuler les orientations générales de politique de change* ». Cette double atténuation de l'intervention qui est, à la fois, facultative et globale, est renforcée par la précision suivante : « *ces orientations générales n'affectent pas l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix* ». Surtout, on voit mal comment cette formulation peut être considérée comme compatible avec l'article, selon lequel les autorités monétaires, sont indépendantes.

Dans les faits, c'est la BCE qui est en charge de la politique de change, avec une conception très restrictive de la politique de change : d'une part, les interventions sur le marché des changes ont été rarissimes ; d'autre part, la politique de taux d'intérêt a toujours privilégié la politique interne par rapport à la politique externe – de change-. En d'autres termes, la BCE maintient les taux d'intérêt au niveau nécessaire à ses yeux pour lutter contre l'inflation, même si l'euro est faible -il faudrait alors élever les taux pour attirer les capitaux- ou si l'euro est fort, - il faudrait alors baisser les taux pour faire baisser le cours.

La politique de change fait, elle aussi l'objet de critiques.

- Lorsque l'euro est bas comme en 2002 où il atteint le taux de $1\text{€} = 0.85\text{\$}$, il est reproché à la BCE de ne pas intervenir pour alléger le coût des importations ;
- Lorsque l'euro est fort comme dans les années 2006-2009 où il dépasse la valeur de $1\text{€} = 1.45$ dollar, il est reproché à la banque centrale de ne pas intervenir pour fléchir de cours à la baisse et stimuler les exportations.

La BCE justifie sa politique de la façon suivante

- Le cours de l'euro dépend de l'offre et de la demande sur le marché et non d'une décision politique.
- Les traités donnent mandat à la BCE de définir la valeur interne de l'euro (stabilité des prix) et non sa valeur externe.

3. Les politiques économiques dans le cadre de la monnaie unique

L'adoption d'une monnaie unique s'accompagne, de façon inéluctable, d'une redéfinition des politiques macro-économiques et de pertes d'autonomie nationale et implique une politique monétaire unique et la disparition des politiques monétaires nationales, même si la libre circulation des capitaux avait déjà sonné le glas des politiques monétaires autonomes. De façon non moins évidente, la politique monétaire externe, c'est-à-dire l'ajustement des taux de change - par la dévaluation en particulier - disparaît au niveau de chaque Etat.

La politique budgétaire est, en principe, un domaine dans lequel les pays gardent leur souveraineté, d'autant que c'est le seul instrument d'action conjoncturelle qui reste à leur disposition. Mais la liberté en matière budgétaire est fortement encadrée, dans la crainte qu'un pays ne se lance dans une politique de déficit budgétaire dont les conséquences devraient être assumées par l'ensemble des autres pays et qui risquerait de mettre en cause la stabilité des prix.

a. Une politique budgétaire relativement autonome

Le caractère national de la politique budgétaire s'impose tant pour des raisons politiques que pour des raisons de régulation macro-économique : la disparition de l'instrument monétaire du champ national et son transfert au niveau communautaire supposent en effet que les Etats ne soient pas démunis dans la régulation conjoncturelle. La politique budgétaire devient le seul instrument d'action conjoncturelle à la disposition des Etats. Elle peut jouer un rôle important de stabilisation (à court terme) et d'ajustement (à plus long terme).

b. L'interdiction du financement des trésors publics nationaux par les banques centrales.

Pour comprendre la différence entre un pays souverain du point de vue monétaire et une union monétaire, partons de la situation traditionnelle, qui a fait ses preuves pendant 70 ans en France, à partir de la guerre de 1914 jusqu'au milieu des années 80, et dans laquelle le déficit budgétaire est, pour partie, couvert par la création de monnaie de la Banque de France, par ce que l'on appelle, de façon imagée mais impropre, la « planche à billet ». Ce financement monétaire du Trésor public a des effets de type qualifiés keynésiens ; une augmentation de la demande globale qui, dans certaines situations de sous-emploi, accroît le niveau de production et d'emploi. Mais ce financement monétaire a deux autres conséquences fondamentales. D'une part, il assure la solvabilité de l'Etat : en cas de difficultés, le Trésor peut toujours recourir à la banque centrale et rembourser les détenteurs de titres, éventuellement dans une monnaie dépréciée. D'autre part, le financement des dépenses publiques s'opère par l'inflation et pèse sur l'ensemble des agents économiques : ce que le contribuable ne paie pas, l'agent économique l'assume.

Passons à une union monétaire intégrant des pays menant des politiques budgétaires autonomes. Une monétisation communautaire d'une dette nationale, qui assurerait la solvabilité des trésors publics nationaux, aurait pour conséquence de reporter sur l'ensemble des agents économiques européens le financement de la dette d'un seul pays membre : tous les agents de la communauté subissent, par le biais de l'inflation, le financement des dépenses publiques d'un Etat individuel. Cette situation, susciterait des tensions entre le pays à déficit et les autres, et favoriserait des comportements de « passager clandestin », chaque pays ayant intérêt à faire assumer, par d'autres, la charge de son déficit, est incité à creuser son déficit.

De façon plus générale, un déficit budgétaire dans une union monétaire incite chaque pays à faire pression sur les autorités monétaires et sur les partenaires pour permettre un financement monétaire. C'est pour éviter cet enchaînement doublement néfaste, parce qu'il crée des risques de fuites en avant, par l'inflation, et de fuites à l'extérieur de l'union, que l'union monétaire pose

deux principes, celui de l'indépendance des autorités monétaires par rapport aux gouvernements nationaux, et celui du non financement par la banque centrale des Trésors nationaux.

c. La surveillance des déficits publics

L'interdiction de monétisation des déficits publics crée la possibilité d'une faillite financière des Etats : sans le recours ultime à la planche à billet, un Trésor public peut être acculé à la cessation de paiement, ce qui poserait des problèmes financiers et politiques graves. L'union monétaire suppose donc que soient mis en place des mécanismes de prévention des faillites financières des Etats.

Les traités et le Pacte de stabilité adopté par les Etats européens, organisent donc une régulation institutionnelle, en définissant un code de bonne conduite budgétaire : il prévoit tout un dispositif de définition, de détection et de sanction des « déficits publics excessifs ».

Deux normes sont définies : le déficit public ne doit pas dépasser 3% du PIB et la dette publique ne doit pas excéder 60%, cette norme étant interprétée, en fait, de façon moins contraignante. Les pays européens font l'objet d'une surveillance et peuvent être sanctionnés. Le Pacte s'est révélé discutable : le ratio déficit public sur PIB est très sensible à la conjoncture et tend à se détériorer dans les périodes de récession, en raison de recettes fiscales moins importantes. Il incite donc les pays à réduire leurs dépenses et augmenter les recettes fiscales en période de récession, ce qui accentue la récession. En outre, les pays, surtout ceux qui ont un poids économique et politique fort (Allemagne, France) rechignent à se voir imposer des règles, a fortiori des sanctions pour leur politique nationale.

II La crise financière dite des *subprimes*

1. Une crise parmi d'autres

La crise financière des subprimes (2007-) extrêmement profonde s'inscrit dans une suite de crises financières. Les crises financières, qui avaient pratiquement disparues entre 1929 et le début des années 1980, se sont multipliées depuis cette date. Le Krach d'octobre 1987 a associé une crise du dollar et un effondrement des cours boursiers sur l'ensemble des places financières. Au milieu des années 90, se sont développées des crises financières régionales : crise mexicaine de 1994, crise asiatique de 1997, crise russe de 1998.

La libéralisation des flux de capitaux, la désintermédiation et l'essor extraordinaire des marchés des titres, la concentration et la diversification des acteurs financiers, sous la forme de conglomérats financiers, fragilisent les systèmes financiers et rendent les propagations des crises plus rapides et plus graves.

a. Les différents types de crise financière

On distingue différentes formes de crises financières qui peuvent, à certaines périodes, se combiner.

Les **krachs boursiers** se caractérisent par un effondrement, ample et soudain, des cours des titres en bourses, essentiellement des cours des actions. Les plus fameux krachs sont celui de 1929 celui de 1987 celui de 2007-2009. Il existe aussi des krachs qui touchent les marchés des

obligations, les krachs obligataires, qui sont moins marqués et dont les conséquences sont moins graves.

Les **crises bancaires** trouvent le plus souvent leur origine dans des **crises de solvabilité** des emprunteurs. Ces emprunteurs défaillants peuvent être des Etats. C'est ainsi qu'en 1982, le Mexique, suivi par d'autres Etats, a déclaré son insolvabilité, suspendant le paiement de la charge de sa dette et déclenchant une grave auprès des établissements bancaires dont une grande partie des actifs avait perdu de la valeur. La crise dite des *subprimes* de 2007 trouve son origine dans la défaillance des Etats mais dans celle de ménages largement endettés. Ces crises bancaires prennent la forme de forts déficits, de faillite d'institution financière et, dans le pire des cas, de faillites en chaîne.

Les **crises de changes** se traduisent par l'effondrement des cours d'une ou de plusieurs monnaies. Les années 92 – 93 ont enregistré une sévère crise de change au sein du système monétaire européen.

Les crises financières peuvent se cantonner à la sphère financière sans effets sur les économies. Mais lorsque les crises financières sont profondes et longues, elles sont des « **effets réels** » des effets sur les économies : ralentissement de la croissance ou croissance négative, faillites d'entreprise, hausse du chômage, contraction du pouvoir d'achat. En retour, la contraction du revenu diminue les ressources des banques et des marchés, ce qui aggrave la crise financière initiale.

Comment la crise financière peut-elle se propager vers le secteur réel ? On peut évoquer différents effets :

- Un effet financement : la crise financière se traduit par un tarissement de ressources dans les banques et les marchés ; les entreprises ont plus de difficultés pour trouver le moyen de financer leur activité ou leur développement, réduisent la production et l'investissement. Les ménages ont moins de facilité pour financer leur consommation et leurs investissements, ce qui se répercute aussi sur la demande globale.
- Un effet portefeuille (ou effet Pigou ou effet de richesse) ; les agents économiques, en particulier les ménages, ayant des avoirs financiers, modifient leur comportement lorsque les cours baissent. De façon générale, la baisse des cours de bourse incite les ménages à réduire leur consommation pour reconstituer, au moins partiellement, leur patrimoine réduit par la baisse de la valeur des titres.
- Une grave crise de change qui renchérit fortement les importations sans dynamiser les exportations peut aboutir à court terme à une asphyxie de l'économie.

b. Le déroulement de la crise de 2007-2009

La crise dite des subprimes est apparue en août 2007 de l'insolvabilité de ménages américains ayant investi dans l'immobilier. Les subprimes sont des prêts à risques octroyés par les banques américaines à destination des ménages, principalement pour des achats immobiliers. Les taux d'intérêt étant variables, la hausse des taux se conjugue avec la baisse de la valeur de l'immobilier, prenant les ménages dans un ciseau infernal et les poussant à l'insolvabilité. L'événement déclencheur de cette crise financière se situe donc dans l'insolvabilité soudaine de ménages américains surendettés : à une phase de crédit facile et peu cher a succédé une période de hausse des taux d'intérêt, conjuguée à un effondrement des prix de l'immobilier. Mais cette crise ne se cantonne pas aux ménages américains et aux banques qui leur ont accordé des crédits. En effet ces banques avaient « titrisé » ces créances. Au lieu de financer ces crédits sur leurs ressources propres, elles émettent des titres correspondants à ces crédits et cèdent ces titres à

d'autres établissements financiers. De ce fait, le risque est transféré à d'autres banques. Les établissements bancaires deviennent créanciers de clients qu'ils ignorent. La crise, née de l'impossibilité pour les ménages d'acquitter leurs dettes, se propage dans la chaîne des établissements financiers.

Très rapidement la crise se diffuse s'amplifie et se transforme.

C'est une **crise bancaire** à l'origine avec des établissements en difficultés ou en faillites. C'est tout d'abord, du fait des interdépendances, une crise qui s'est propagée rapidement entre établissements bancaires. Cette crise, qui, née dans les banques, a atteint les marchés financiers, provoquant des krachs boursiers et devient une **crise boursière** avec la baisse et même l'effondrement des cours des actions sur l'ensemble des places.

C'est une crise américaine à l'origine qui, très rapidement, se transforme en **crise financière globale** et cette extension de marchés à marchés se double d'une expansion géographique, parmi les pays développés et au-delà ; pays émergents et pays en voie de développement ne peuvent rester à l'abri de cette crise profonde.

C'est une crise qui se propage. La contagion s'opère ainsi

- au sein des banques,
- de banque à banque
- des banques aux marchés
- de pays à pays
- de la sphère financière à la sphère réelle.

Crise bancaire et crise financière constituent deux formes de « **crise de liquidité** ». Une crise de liquidité c'est lorsque les acteurs du système financier tendent tous à rechercher de la monnaie plutôt que d'autres formes d'actifs. Les banques, usuellement, se font mutuellement crédit ; désormais elles ne se font plus confiance et suspendent les crédits interbancaires. De façon analogue, les ménages perdant confiance dans les établissements financiers ont tendance à retirer leurs avoirs des banques. Enfin et surtout, sur les marchés boursiers, les acteurs recherchent la monnaie, vendent des titres, ce qui accentue la baisse des cours.

La crise devient ainsi une « **crise systémique** » dans la mesure où, née dans une partie du système, elle ébranle ce système dans sa totalité. Lorsque survient une faillite d'entreprise industrielle, cette faillite a des conséquences externes sur les fournisseurs, sur les employés, sur la région, mais pas sur le système économique dans sa totalité ; il n'en est pas de même en matière financière. Du fait de l'interdépendance des acteurs financiers, de l'interconnexion des marchés financiers, une crise née localement tend à se propager dans l'ensemble du système financier, à devenir une « crise systémique ».

Entre mi 2007 et mi 2008, la crise se cantonne au secteur financier. En 2008, la crise financière, qui est profonde, étendue et qui dure, se propage naturellement au « **secteur réel** », les banques financent l'activité des entreprises ce qui affecte l'offre ; par ailleurs, elles réduisent les crédits à la consommation et l'investissement ce qui réduit la demande globale. Contraction de l'offre et réduction de la demande globale de biens et de services se conjuguent pour alimenter une récession qui a, elle-même, des effets cumulatifs sur la finance, diminution de ressources des banques et sur l'économie, la réduction de l'activité se propage de pays à pays.

2. Les explications.

Comment peut-on expliquer une crise financière ?

a. Les facteurs déclenchants.

Evidemment on pense tout d'abord aux **facteurs déclenchants**. Concernant la crise de 2007-2009, si tout le monde sait que cette crise est née d'un surendettement des ménages américains, personne ne pense que ce facteur initial permette d'expliquer l'intensité de la crise et son étendue. Une crise financière se caractérise par un choc initial, - ici les *subprimes*, l'insolvabilité soudaine de ménages américains surendettés-, et de facteurs structurels qui favorisent des mécanismes de contagion. Ceux-ci sont aujourd'hui particulièrement forts et en font une *crise systémique*.

Pour « comprendre » la crise, nous pensons que deux séries de questions se posent.

- Pourquoi une crise locale est-elle devenue une crise globale ? Pourquoi la crise se propage-t-elle ?
- Au-delà des facteurs déclenchants, quels sont les facteurs structurels qui expliquent la fragilité du système financier ?

b. Les mécanismes de contagion.

La nature et l'intensité de la crise s'expliquent ainsi par les mécanismes de contagion. La propagation de la crise est favorisée en particulier par :

- La libération des flux des capitaux qui touche tous les pays, y compris des pays en voie de développement et les pays récemment sortis du système communiste.
- Le développement des opérations interbancaires qui rend les établissements plus proches dans la prospérité comme dans la crise. La crise s'est propagée rapidement entre les établissements bancaires.
- La désintermédiation qui s'accompagne de l'essor des marchés financiers sur lesquels les comportements mimétiques accentuent les déséquilibres.
- La crise de confiance qui est cumulative. La phrase prêtée à Keynes selon laquelle «en matière financière il vaut mieux avoir tort avec tout le monde plutôt que d'avoir raison tout seul » est largement vérifiée. Les comportements financiers en période de crise accentuent la crise : la défaillance de certains crée une défiance à l'égard de tous, les banques échaudées par leur mauvais clients, réduisent leur crédit à l'égard des bons clients, les clients en viennent à douter de la solidité de la banque dont ils sont clients ; chacun ignore que, par son comportement, il contribue à l'accentuation de la crise.

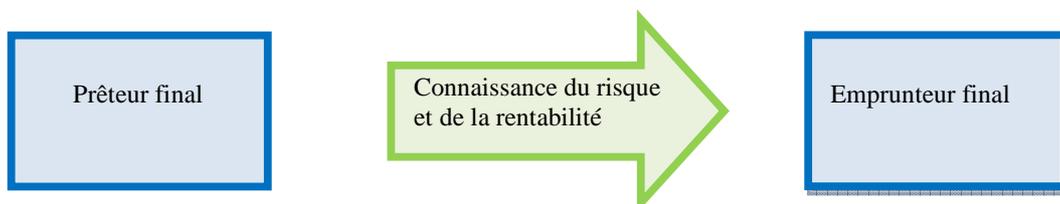
Surtout, cette crise n'est pas restée cantonnée à la sphère financière – comme s'il s'agissait d'un casino dans lequel gains et pertes des joueurs ne franchissent pas la porte de la salle de jeu – mais elle atteint la sphère réelle, engendrant récession, chômage, baisse du pouvoir d'achat et un effet négatif en retour sur la sphère financière.

c. Les causes structurelles

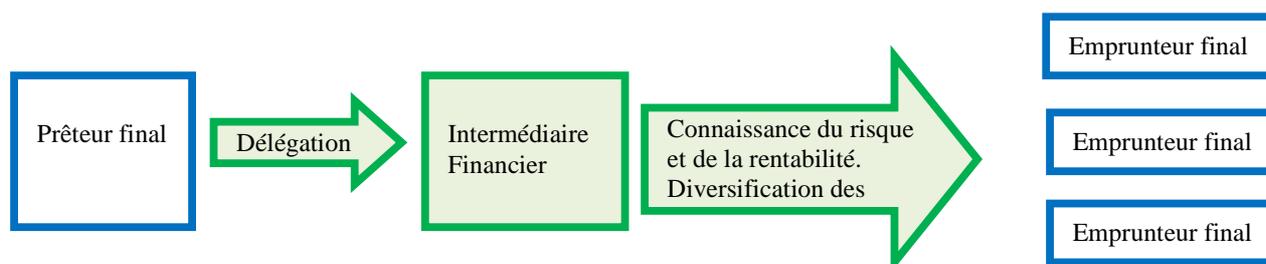
Les causes structurelles de la fragilité du système financier international sont multiples et variées ; on peut les classer sous deux rubriques : l'opacité financière et le décalage entre innovation et régulation.

L'opacité financière

Cette crise, comme les autres crises financières, est nourrie par l'opacité financière.



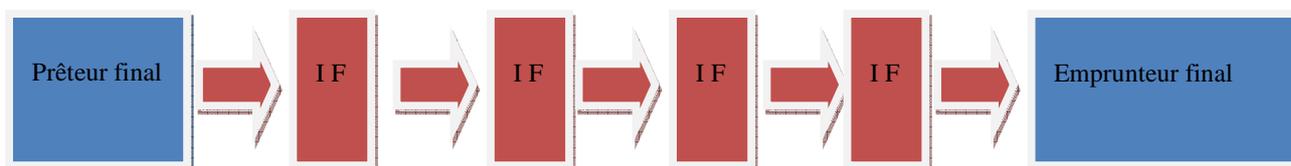
Dans ce schéma, de finance directe, le prêteur final évalue l'emprunteur final, la rentabilité escomptée et le risque. La bonne allocation des ressources financières rares repose sur l'efficacité de la finance, la qualité de l'expertise du prêteur.



Dans le deuxième schéma, intervient un intermédiaire financier. En effet le prêteur final ne peut exercer, comme dans le cas précédent, sa fonction d'allocation des ressources financières. Il délègue alors sa décision financière à un intermédiaire financier. Pourquoi ?

- Parce que le prêteur final peut ne pas avoir le temps et/ou les connaissances pour faire une bonne expertise des emprunteurs finals.
- Parce que disposant de faibles ressources, il ne peut pas, comme l'intermédiaire financier, répartir le risque entre un grand nombre de différents placements.

L'intermédiaire dans ce schéma participe à la bonne allocation des ressources financières.



Dans ce troisième schéma, la chaîne des intermédiaires se multiplie, ce qui permet de déplacer le risque et, dans une certaine mesure, de le répartir. Mais le lien entre crédit et expertise

de l'emprunteur final est dissous. L'opacité est profonde ; en cas de crise toute la chaîne est menacée. Les prêteurs ignorent où aboutissent, en fin de course, les fonds placés ; ignorant le risque réel, ils ne peuvent le gérer.

Cette opacité a, elle-même, de multiples causes :

- Complexité des innovations financières ; souvent les innovations ont tendance à multiplier les intervenants et à distendre le lien entre prêteur et emprunteur.
- Organisation systématique d'une opacité de nature à masquer la collusion entre banques, entre banques et entreprises et entre entreprises et pouvoirs publics ; c'est ainsi que, durant la crise asiatique de 1997, il est apparu que de nombreuses opérations économiquement discutables s'expliquaient en fait par des liens familiaux, amicaux ou autres entre acteurs.
- Opacité destinée à masquer des pratiques frauduleuses : fraude fiscale, blanchiment d'argent issu d'activités illicites.

Le décalage entre innovation et régulation.

Depuis plus de 30 ans, les systèmes financiers, sous l'emprise de la concurrence, sont pris dans une course à l'efficacité et à l'innovation. Or, il existe un dilemme efficacité stabilité. Soit les systèmes financiers sont stables et alors ils sont peu efficaces, soit ils sont efficaces et alors ils tendent à être fragiles. On peut prendre la métaphore du sportif de haut niveau qui est à la fois performant et fragile parce qu'il pousse son organisme à ses limites. Pour les systèmes financiers, comme pour les sportifs, l'efficacité a pour contrepartie la fragilité.

De surcroît, en dépit de crises financières variées (crise de solvabilité de pays en voie de développement, *krachs* boursiers, crises bancaires, crises de change..), qui agitent le monde de la finance depuis la « crise mexicaine » des années 80, des systèmes de prévention suffisamment efficaces n'ont pas été mis en place.

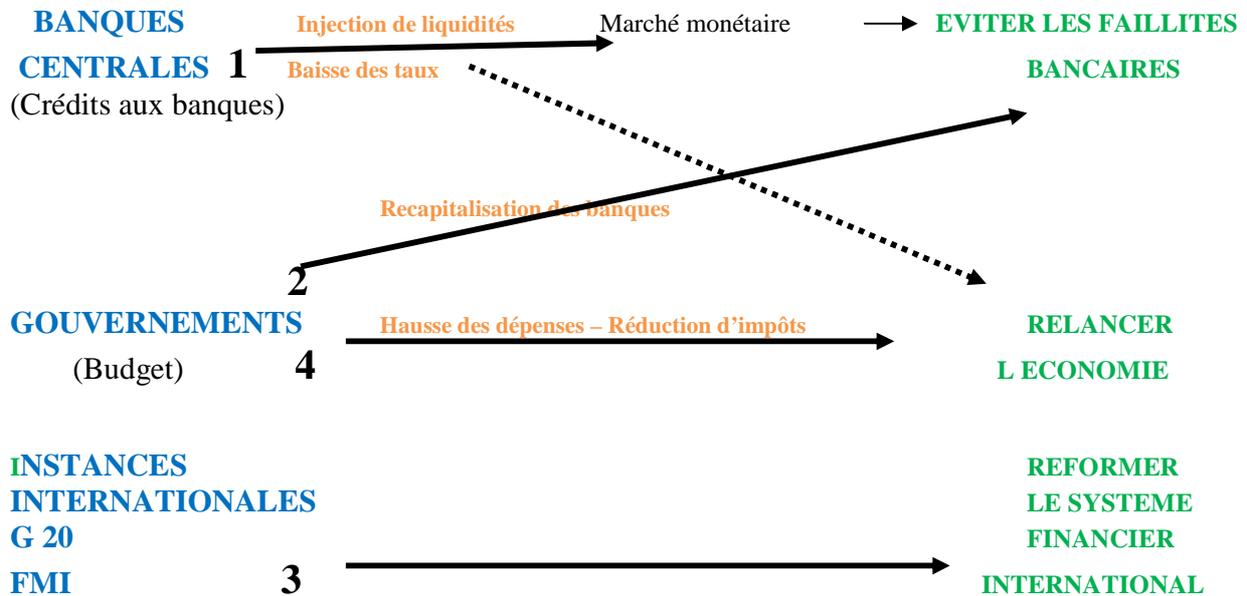
Le retard permanent des mécanismes de régulations sur les innovations financières – comme dans toutes les matières de délinquance dans les nouvelles technologies, le délinquant à toujours une longueur d'avance – s'explique par de nombreux facteurs parmi lesquels on peut citer.

- Développement des conglomérats financiers : le contrôle de ces établissements aux activités multiples est extrêmement difficile. Par exemple, les fonds propres d'un établissement peuvent servir de garantie pour deux activités différentes. Si une activité est en difficulté l'autre n'est plus couverte.
- Jeunesse de certains systèmes financiers : les pays émergents ont des systèmes financiers jeunes qui manquent de comportements mûrs et d'organes de régulation.
- Contradiction entre la mondialisation des flux de la finance et le caractère national des régulations.
- Défaut de gouvernance des institutions,
- Pratiques frauduleuses.

3. Les politiques publiques

Extraordinaire par son intensité, cette crise l'est aussi par les interventions publiques massives qu'elle a engendrées. Au moment où le libéralisme semble plus fort que jamais, les pou-

voirs publics, à commencer par l'administration des Etats-Unis du très libéral Georges Bush, sont massivement intervenus sous quatre formes.



1. Les banques centrales (Banque Fédérale Américaine, BCE..) ont massivement injecté des liquidités (achats de titres contre monnaie banque centrale) et abaissé les taux d'intérêt avec un triple objectif :

- Faire face à la crise de liquidité et répondre aux besoins du marché qui est vendeur (recherche de liquidités et vente de titres). Les banques ne se font plus confiance ; elles ne se prêtent plus de fonds. La banque centrale prête aux banques débitrices en empruntant en partie aux banques créditricies.
- Aider les banques pour éviter qu'elles ne fassent faillite, pour éviter un effet domino qui se propage de banque à banque.
- Relancer le crédit en abaissant les taux d'intérêt et en fournissant des liquidités. Ici l'objectif est macro économique : relancer l'investissement et la production.

Cette action des banques centrales est totalement justifiée et les dirigeants ont tous en mémoire la politique menée après la crise de 1929 qui avait consisté à élever les taux d'intérêt et qui avait fortement accentué la crise économique. Toutefois cet afflux de liquidité risque de créer à terme un fort risque d'inflation.

2. Les Etats, quant à eux, sont venus au secours de banques et de compagnies d'assurances en les renflouant et même en les nationalisant. Il s'agit comme précédemment de tenter d'éviter les faillites de grosses banques (*too big to fall*) qui risqueraient de créer un risque systémique.

3. Les deux actions précédentes de sauvetage des banques et des marchés par des organes publics, qu'il s'agisse des banques centrales ou des Etats posent une double question
- D'équité : est-il juste que les contribuables aujourd'hui volent au secours des gagnants d'hier ? Est-il équitable que ceux qui prennent des risques soient récompensés s'ils font de bons choix et ne soient pas sanctionnés s'ils en font de mauvais ? En d'autres termes est-il logique de privatiser les gains et de socialiser les pertes ?
 - D'efficacité : si ceux qui prennent des risques savent qu'il existe toujours un filet de sécurité, ils sont tentés de prendre plus de risques. On adopte des comportements plus risqués (en matière de sport, de santé, de finance) s'il existe un mécanisme de sauvetage. On dit que le sauvetage par les pouvoirs publics de systèmes financiers crée un risque endogène : les acteurs financiers sont d'autant plus incités à prendre des risques qu'ils savent que les pouvoirs publics interviendront.

Les pouvoirs publics sont ainsi pris dans un dilemme. S'ils n'interviennent pas, ils favorisent le développement d'une crise systémique ; s'ils interviennent ils renforcent le risque endogène.

En 2008-2009, les Etats tentent de sortir –partiellement- de ce dilemme en organisant la réponse en deux temps.

Dans un premier temps, les pouvoirs publics sauvent les systèmes financiers.

Dans un deuxième temps, les gouvernements, dans le cadre d'instance internationale (G 20, FMI..) exigent, ou imposent, des réformes du système financier mondial.

- Lutte contre les paradis fiscaux pour favoriser la transparence.
- Elimination des systèmes de rémunération (bonus) qui favorisent la prise de risque.
- Création de règles de transparence, de règles de bonne conduite, et d'organes de contrôle et de régulation
- ...

4. Les Etats interviennent, non seulement sur le système bancaire, mais aussi au niveau macro-économique sur la demande globale pour opérer une relance macro économique par le biais de la politique budgétaire, soit par réduction d'impôt soit par augmentation des dépenses.

QUESTIONS DE REFLEXION
LES FORMULES SUIVANTES SONT ELLES VRAIES OU FAUSSES ?

Le sauvetage des institutions financières par les banques centrales et les gouvernements a des effets pervers.

La crise financière de 2007-2008 est née d'un problème dans le secteur immobilier américain.

Les krachs ne facilitent pas le financement des entreprises et donc l'investissement.

Selon les critères de Maastricht les dépenses publiques ne doivent pas dépasser 60% du PIB.

Un krach boursier c'est lorsque les banques font faillite.

Une crise financière, c'est lorsque il y a trop de liquidités.

La BCE, comme la Réserve Fédérale des Etats-Unis, possède un objectif unique, garantir la stabilité des prix.

L'euro est une monnaie flottante, il n'est pas inséré dans une zone de parités fixes

La création d'une monnaie unique entraîne une disparition des politiques monétaires et budgétaires autonomes.

L'euro a des caractéristiques différentes du dollar.

Dans une zone monétaire les déficits d'un pays, il est dangereux d'opérer un financement monétaire des déficits publics nationaux.