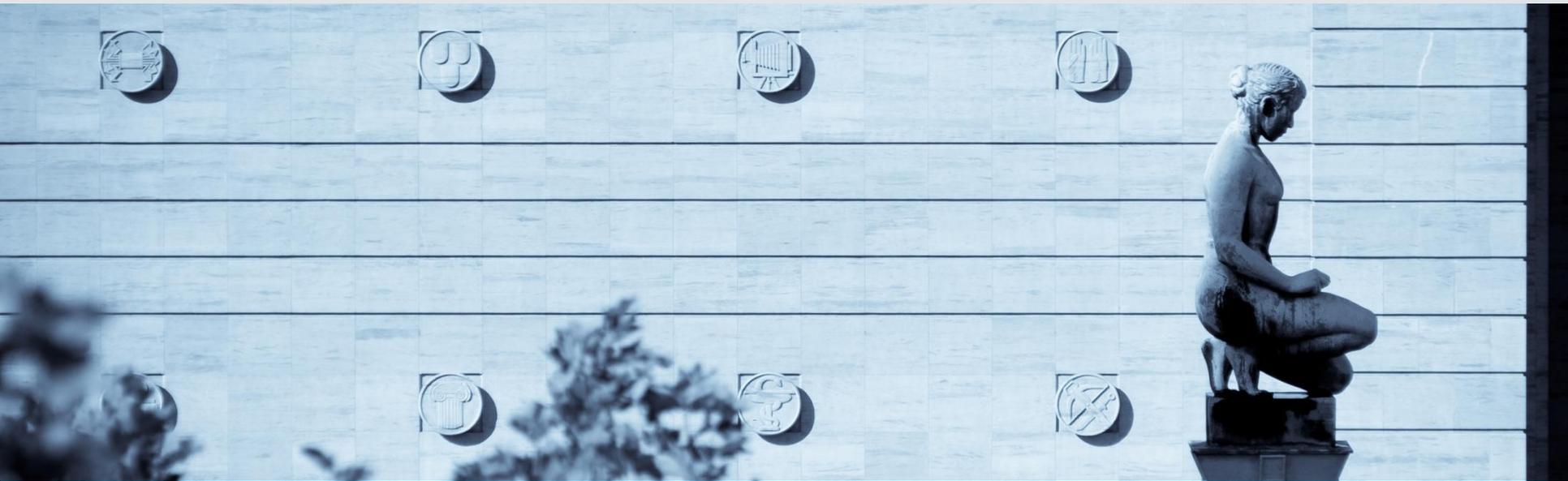


La crise financière, 10 ans plus tard. En a-t-on tiré les leçons?

Partie 1

A l'origine: sources et chronologie d'une crise mondiale



Bruxelles, 17 octobre 2018

Contexte macroéconomique



**1) Crise économique et financière
Europe 1 autres pays avancés**

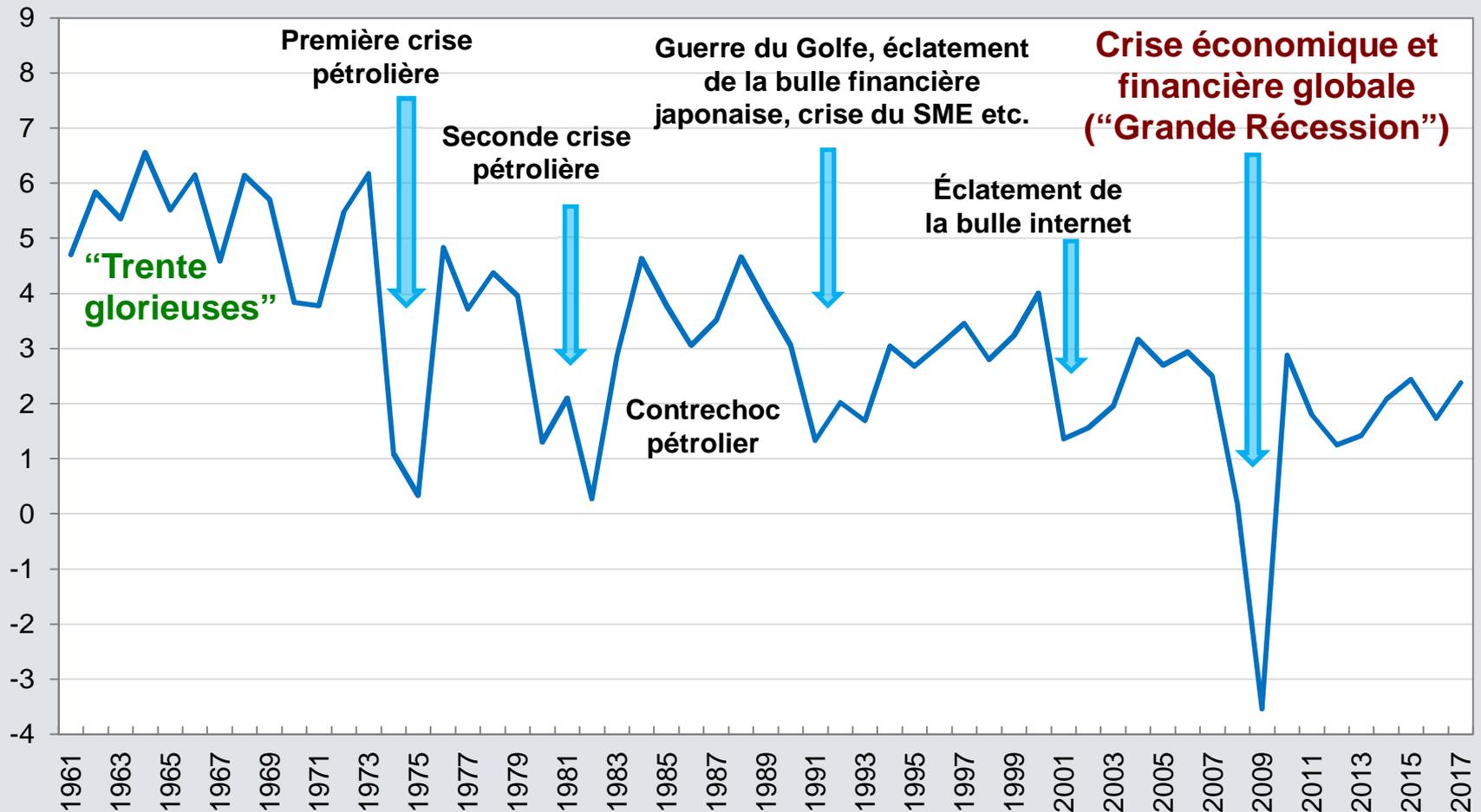
2) Crise financière mondiale

3) Crise de la dette souveraine dans la zone
euro



La crise économique et financière globale a été la plus sévère depuis la Seconde Guerre mondiale

(États membres de l'OCDE, pourcentages de variation annuelle du PIB)



Source: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde.



La zone euro a été plus sévèrement touchée

La crise a été deux fois plus longue dans la zone euro qu'aux États-Unis

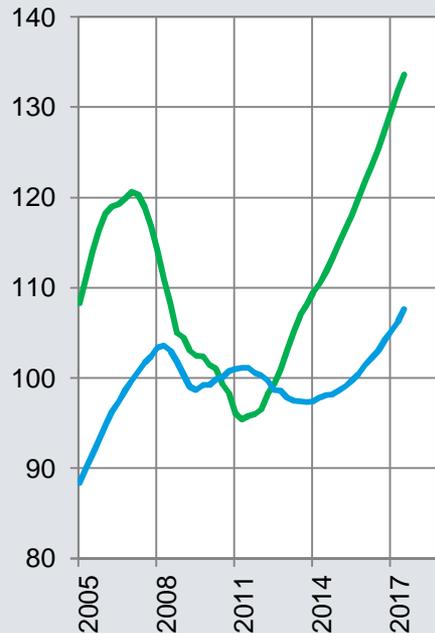
(PIB en volume, indices 2007 = 100)



Zone euro : une crise en plusieurs étapes

Marché immobilier américain

Prix des logements
(indices 2010 = 100)



— États-Unis
— Zone euro

Marchés financiers internationaux

Marché monétaire
(écart de taux entre les prêts garantis et non garantis; 3 mois; points de pourcentage)



— États-Unis
— Zone euro

Dette publique de la zone euro

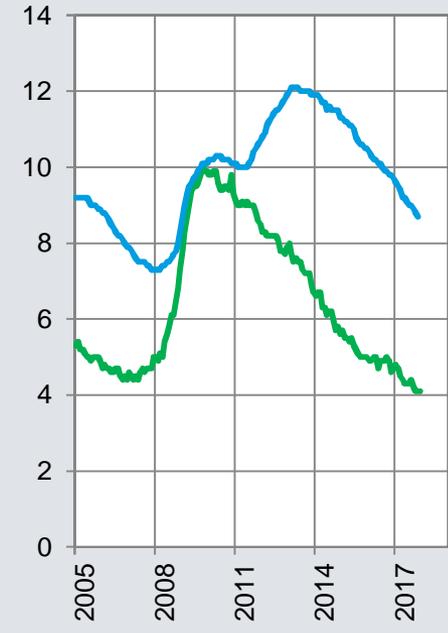
Obligations d'État
(écart de taux par rapport au Bund à 10 ans; points de pourcentage)



— IT — IE — ES
— PT — BE

Reprise + hésitante de l'économie réelle de la zone euro

Taux de chômage
(pourcentages de la population active)



— États-Unis
— Zone euro

1) Crise économique et financière
Europe 1 autres pays avancés

2) Crise financière mondiale

3) Crise de la dette souveraine dans la zone
euro



Causes de la crise financière

Contexte macroéconomique

- ▶ Longue période de croissance stable et d'inflation modérée
- ▶ Faiblesse des taux à long terme
- ▶ Déséquilibres extérieurs au niveau international (« global imbalances »)

Facteurs microéconomiques

- ▶ Quête de rendements plus élevés
- ▶ Sous-estimation des risques
 - (Trop grande) souplesse de la réglementation du secteur bancaire
 - Faiblesse de la gestion interne des risques par les banques
 - Insuffisance du contrôle prudentiel

Crise des « subprimes » sur le marché hypothécaire américain (hausse des taux de la Réserve fédérale)

Initialement sous-évaluée: crise des prix des logements aux États-Unis

Premières tensions à l'été de 2007:
Méfiance grandissante et réévaluation des risques
Crise de liquidité

Septembre 2008:
Faillite de Lehman Brothers
L'agitation financière s'accroît

Crise bancaire systémique dans de nombreux pays

Propagation de la crise du secteur bancaire et financier à l'économie réelle

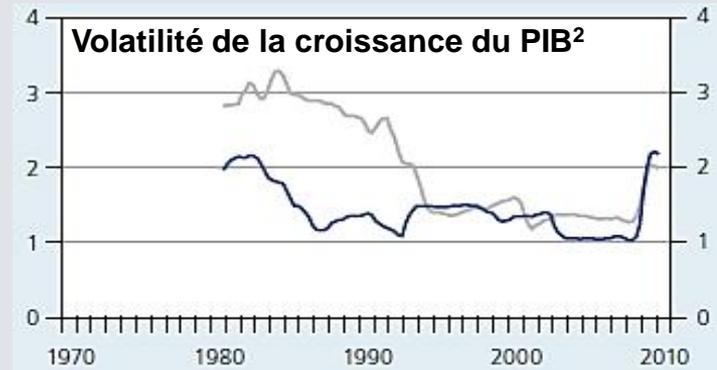
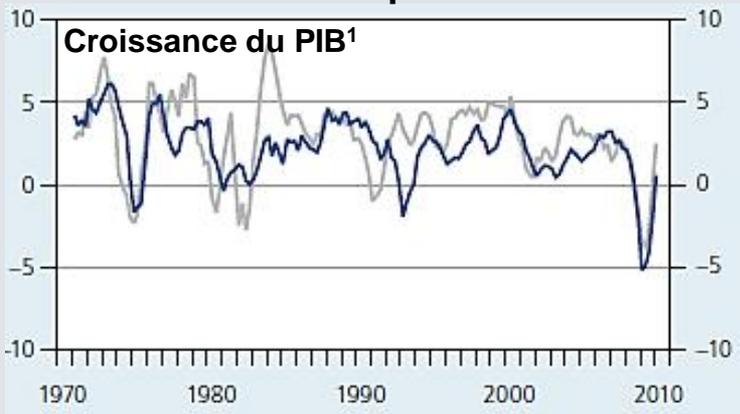


Causes: contexte macroéconomique

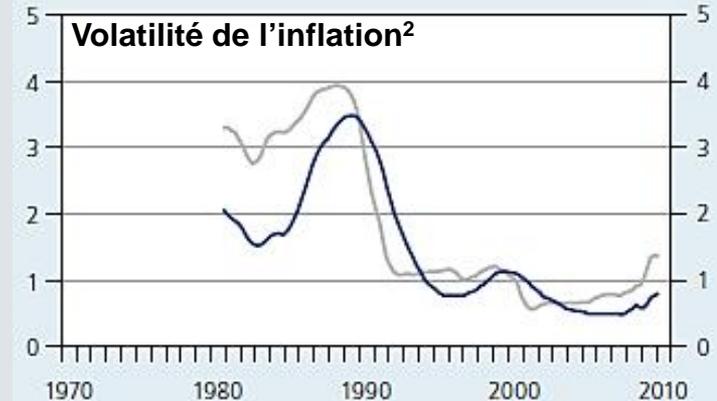
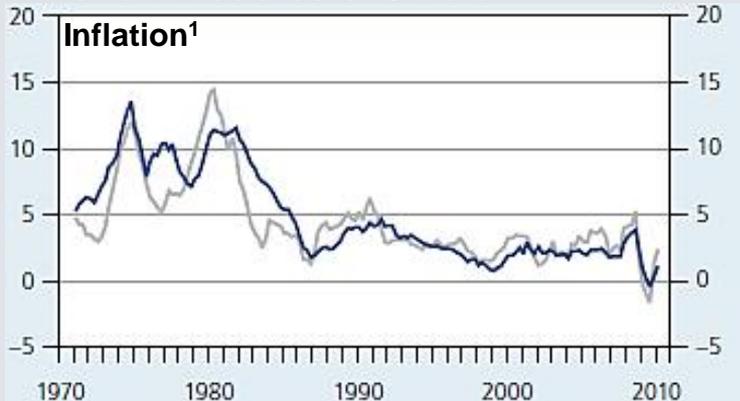
a) Longue période de stabilité macroéconomique

« Grande Modération »

Croissance économique stable



Inflation modérée et stable



— Zone euro

— États-Unis

Sources: OCDE, Fagan et al. (2005), Thomson Reuters Datastream.

¹ Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

² Écart type de périodes continues de 10 ans.



Causes: contexte macroéconomique

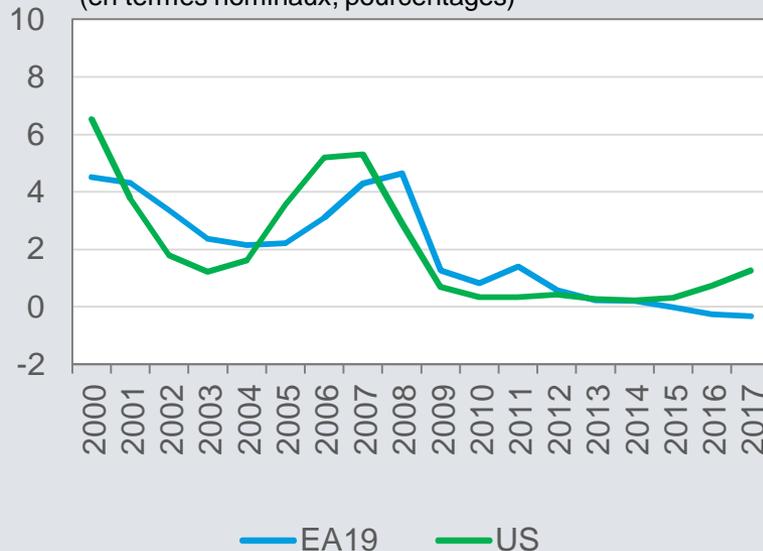
b) Taux historiquement bas

- ▶ Après l'éclatement de la bulle technologique en 2000, la politique monétaire est restée accommodante (surtout aux États-Unis)

- ▶ Les taux à long terme ont atteint des niveaux historiquement bas, grâce à la faiblesse de l'inflation et à la crédibilité de la politique monétaire, encore renforcés par les flux structurels entrants de financement extérieur aux États-Unis

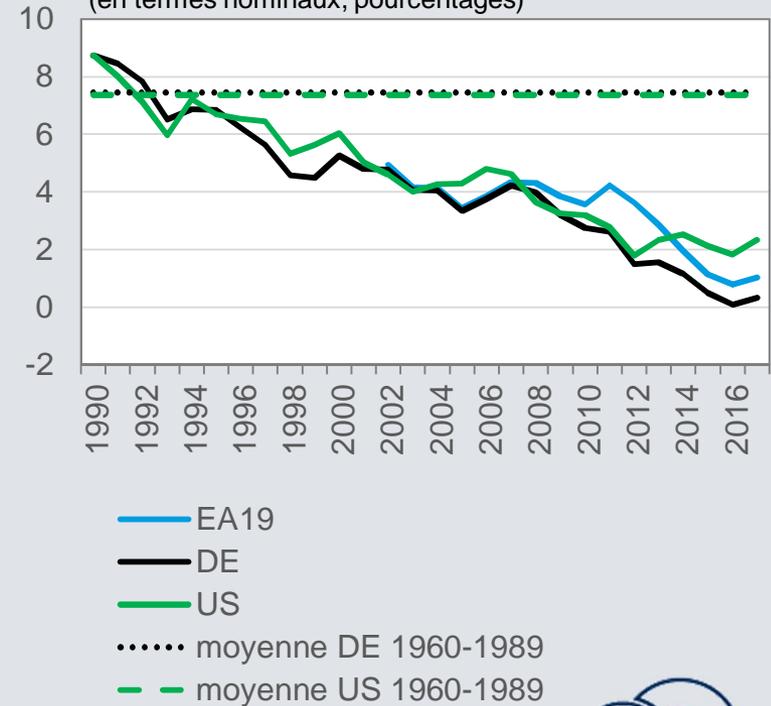
Taux à court terme

(en termes nominaux, pourcentages)



Taux à long terme

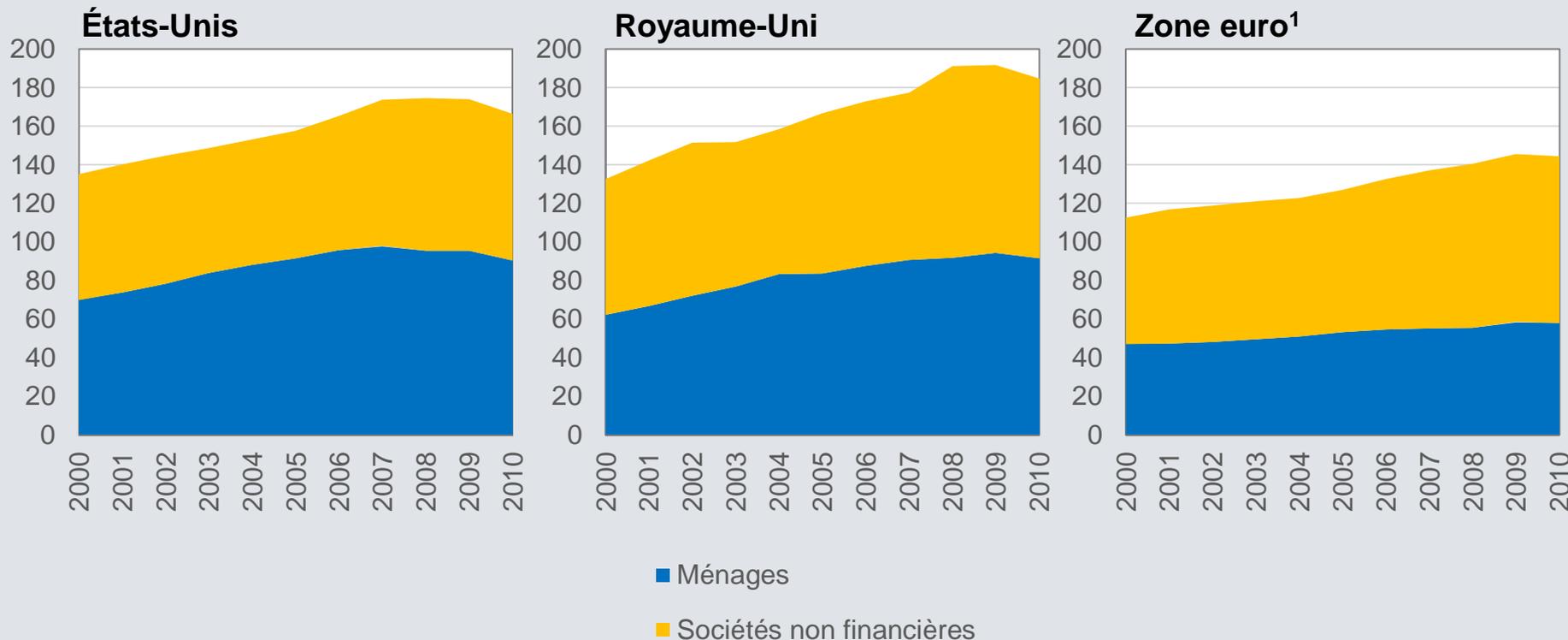
(en termes nominaux, pourcentages)



Le niveau durablement bas des taux à long terme a favorisé le financement par endettement

Dette non consolidée du secteur non-financier privé

(pourcentages du PIB)



Source : OCDE.

¹ Somme des quatre grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne).



1) Crise économique et financière
Europe 1 autres pays avancés

2) Crise financière mondiale

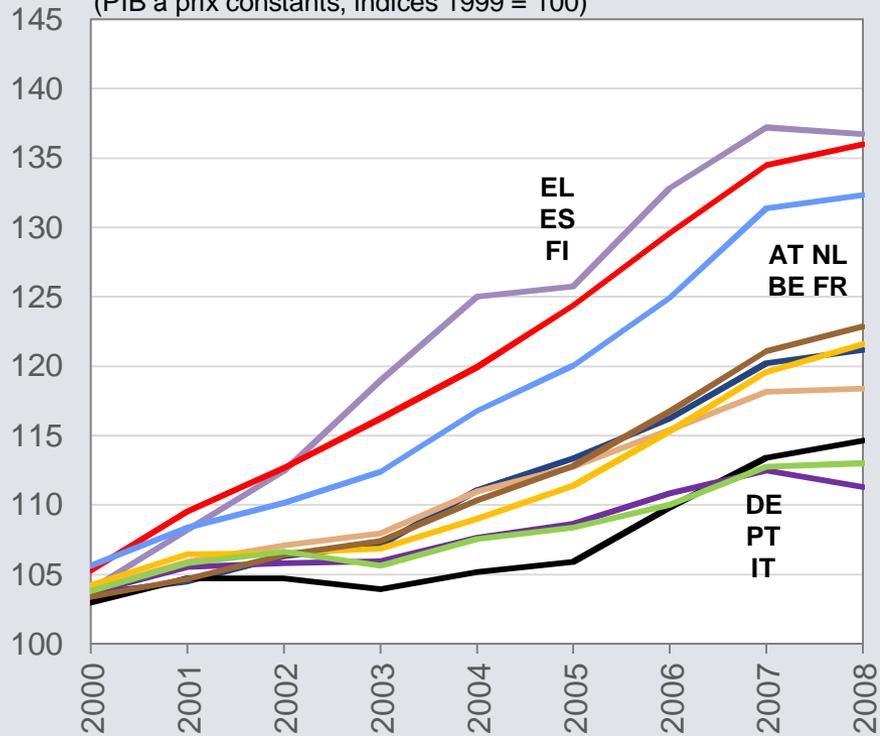
**3) Crise de la dette souveraine dans la zone
euro**



Après la crise financière, la configuration de la zone euro s'est modifiée¹...

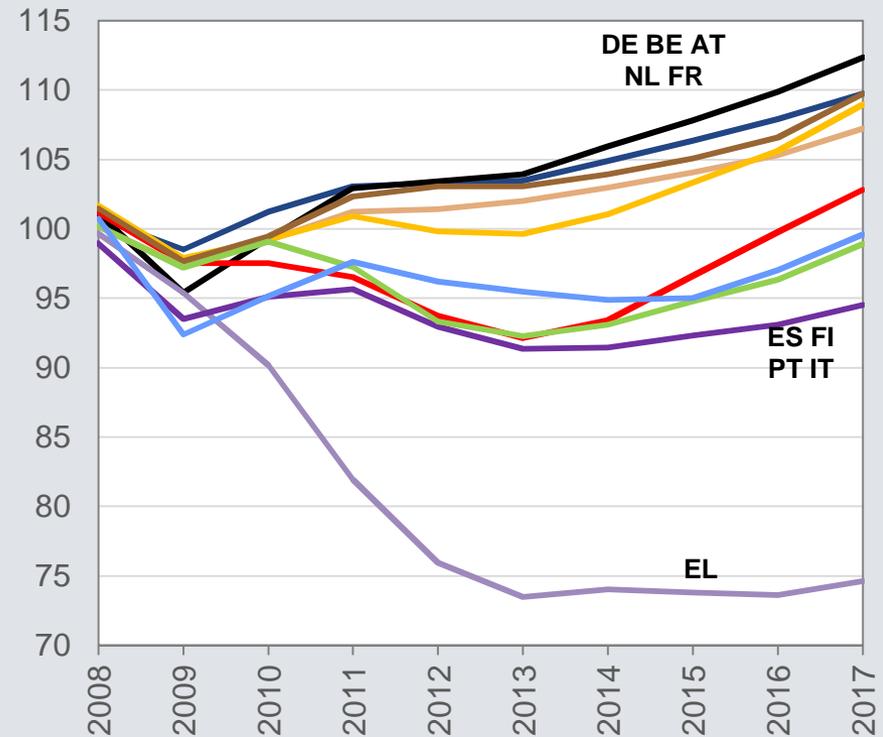
Écarts de croissance après l'introduction de l'euro ...

(PIB à prix constants, indices 1999 = 100)



... et divergence après la crise financière

(PIB à prix constants, indices 2007 = 100)



— BE — DE — EL — ES — FR — IT — NL — AT — PT — FI

Source: Prévisions économiques de printemps 2018 de la CE.

¹ À l'exclusion de l'IE et des huit petits pays de la zone euro (SK, LU, SI, LT, LV, EE, CY et MT).



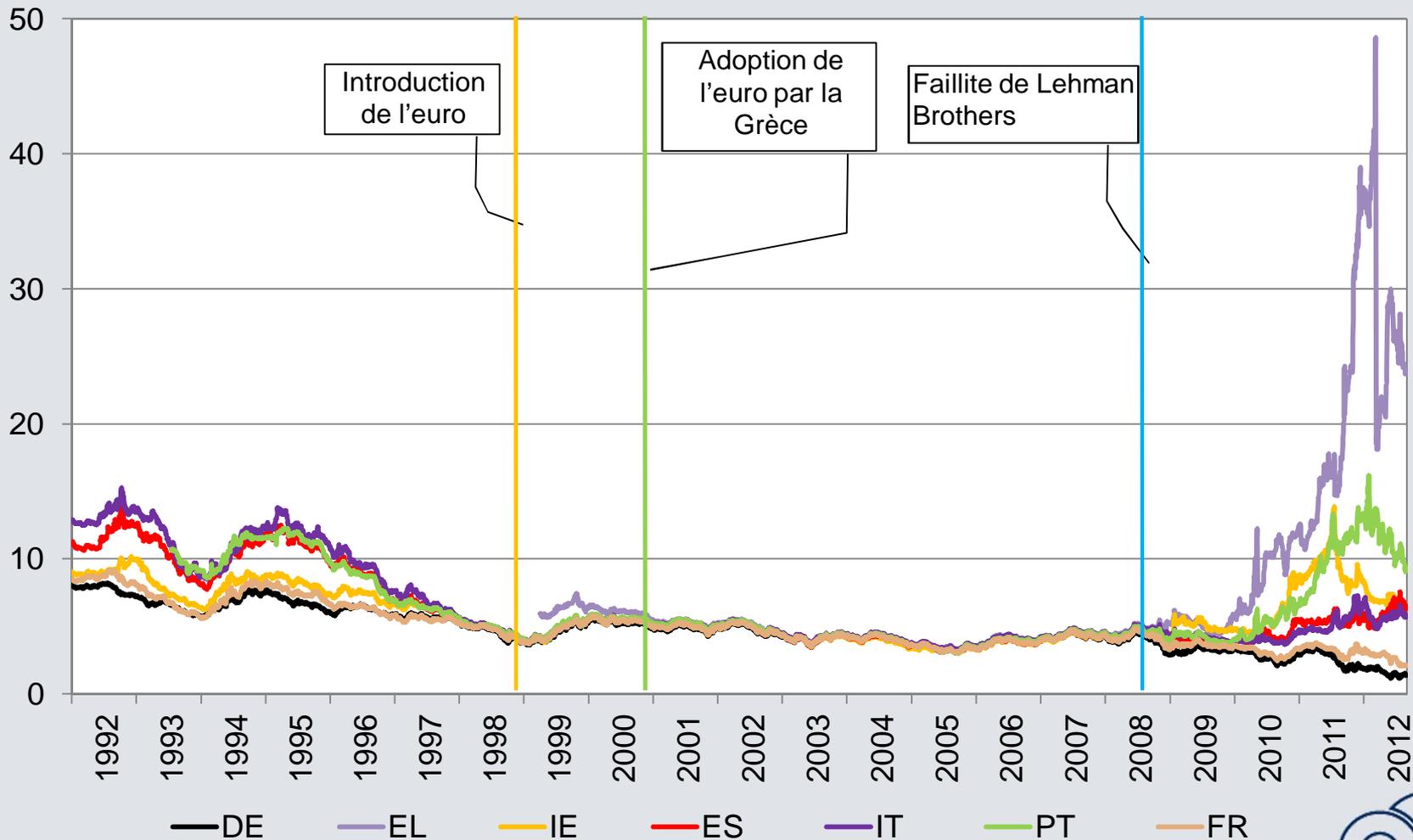
... en raison d'imperfections dans l'architecture de l'Union Économique et Monétaire

- ▶ Fonctionnement imparfait des mécanismes d'ajustement dans l'UEM
 - Flexibilité des prix et des salaires: maintien/rétablissement de la compétitivité → réformes structurelles
 - Mobilité des facteurs, dont celle de la main-d'œuvre (bien plus limitée entre membres de la zone euro qu'entre États aux États-Unis, même si en hausse depuis la crise)
→ forte confiance dans l'ajustement automatique via le fonctionnement du marché or pour les marchés financiers: clause de non-renflouement non crédible et convergence des taux nominaux après l'introduction de l'euro
- ▶ Le partage des risques dans la zone euro est beaucoup plus faible qu'aux États-Unis et il n'existe pas de mécanisme de crise
- ▶ Politique monétaire unique ↔ décentralisation des autres politiques
 - Politique budgétaire: la surveillance via le Pacte de stabilité et de croissance n'est pas suffisamment respectée
 - Politique structurelle : uniquement une coordination limitée
 - Contrôle des banques: au niveau national



Convergence des taux d'intérêt nominaux après l'introduction de l'euro (malgré la clause de « non-renflouement » dans le traité de l'UEM)

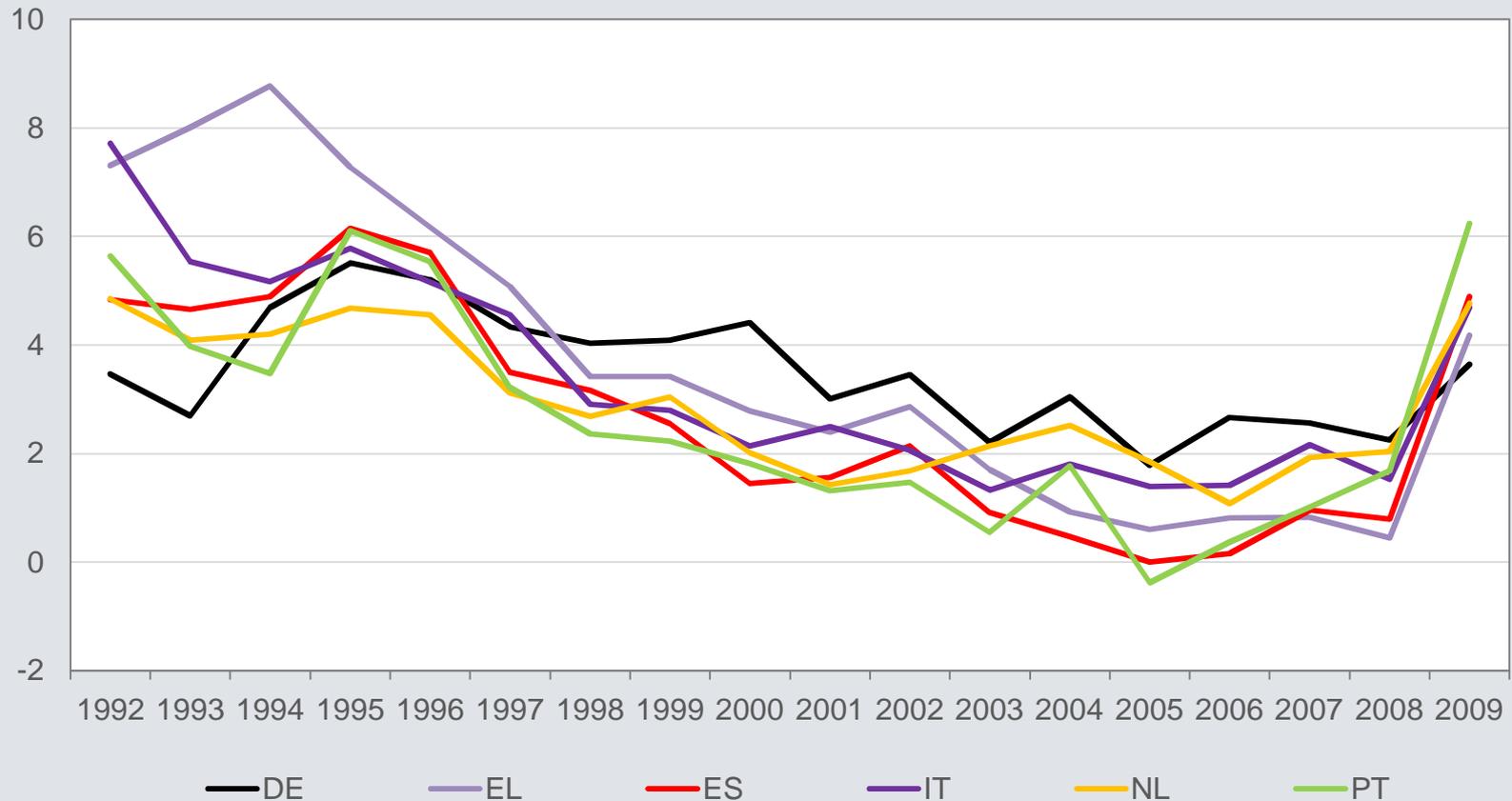
(taux à dix ans des obligations d'État, données journalières, pourcentages)



Source: Thomson Reuters Datastream.

En raison d'écart d'inflation persistants, le taux d'intérêt réel à long terme est même tombé sous le niveau allemand dans les pays affichant une inflation élevée

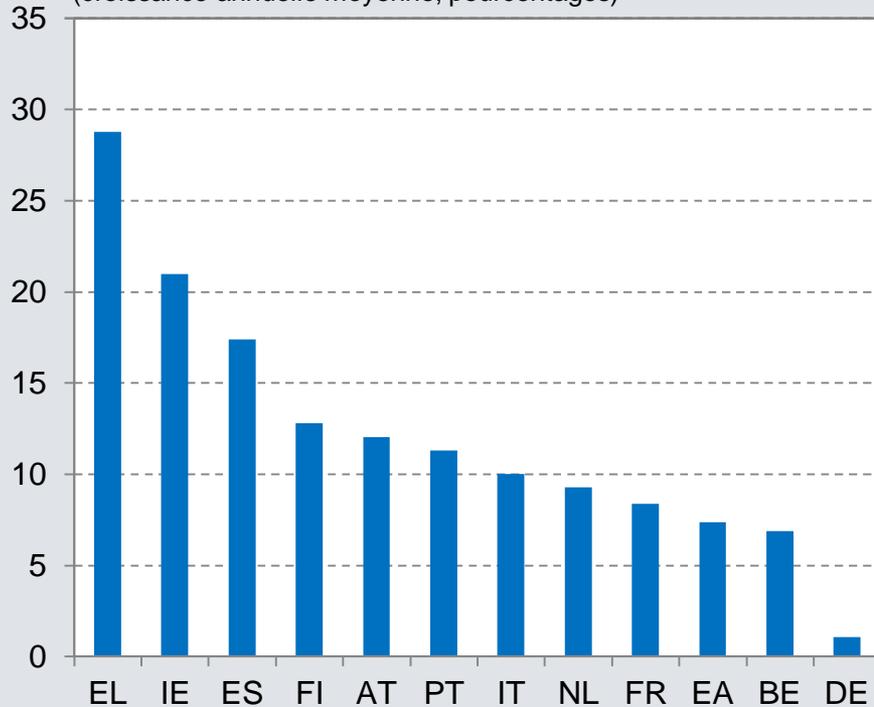
(taux à dix ans des obligations publiques, chiffres annuels, déflatés au moyen du déflateur de la consommation privée)



La faiblesse des taux réels a entraîné une croissance rapide du crédit et une hausse des prix des logements dans certains pays de la zone euro

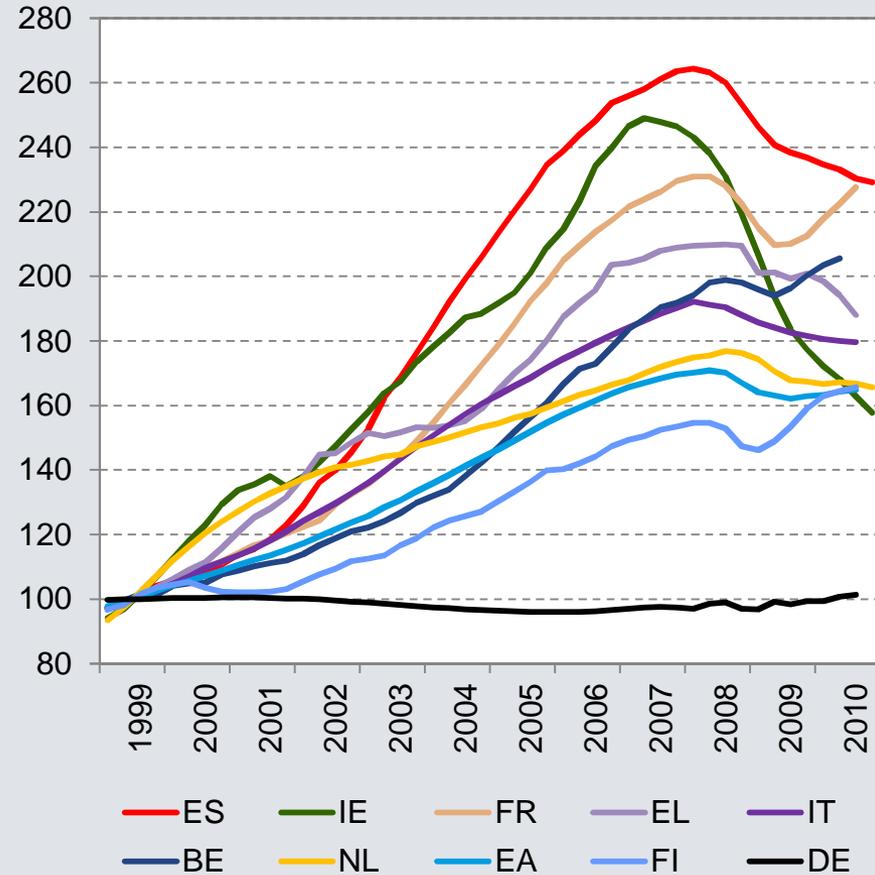
Octroi de crédit aux ménages par les IFM dans la zone euro 1999-2007

(croissance annuelle moyenne, pourcentages)



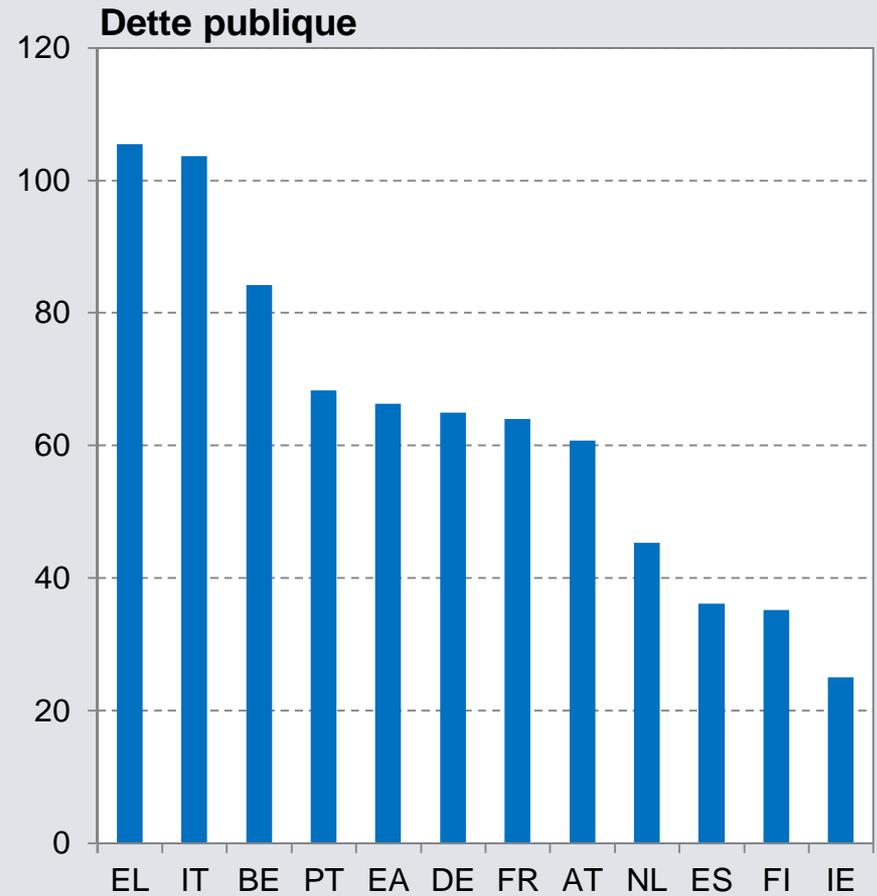
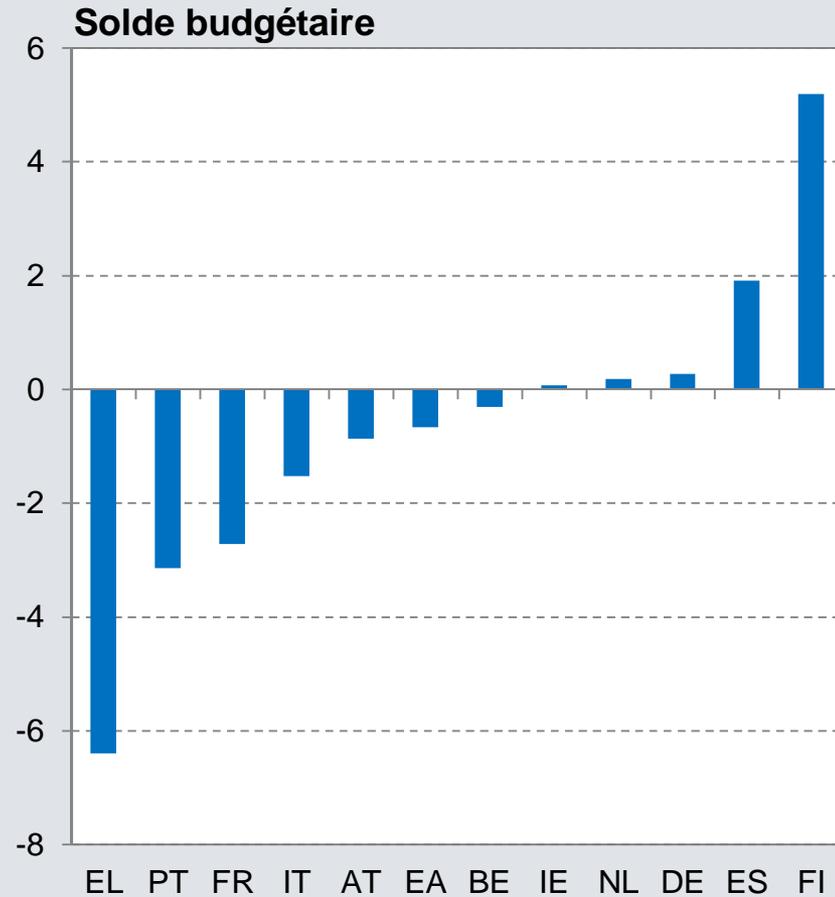
Prix des logements dans la zone euro

(prix nominaux, indices 1999 = 100)

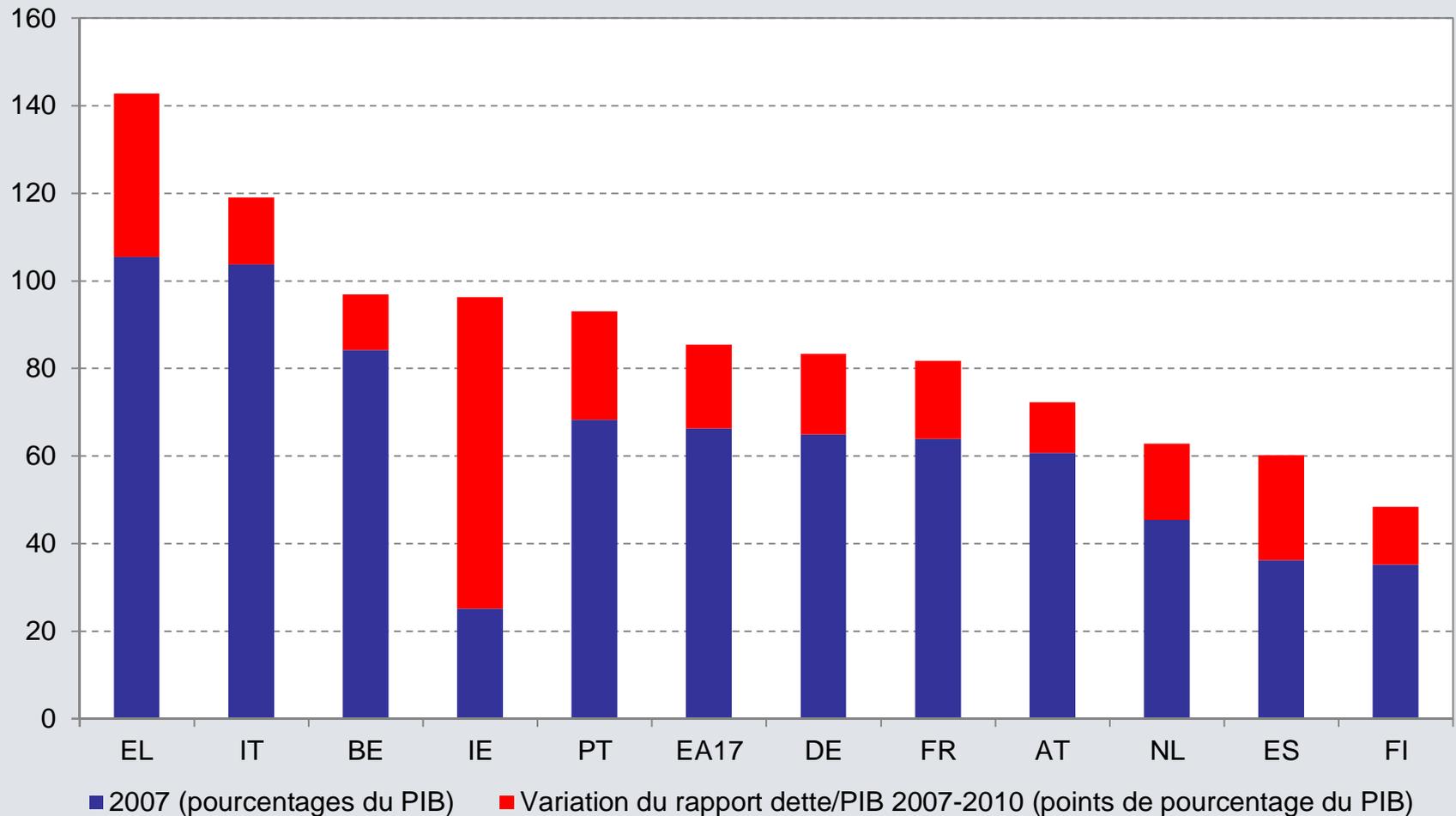


Finances publiques dans la zone euro en 2007: respect insuffisant du Pacte de stabilité et de croissance

(pourcentages du PIB)



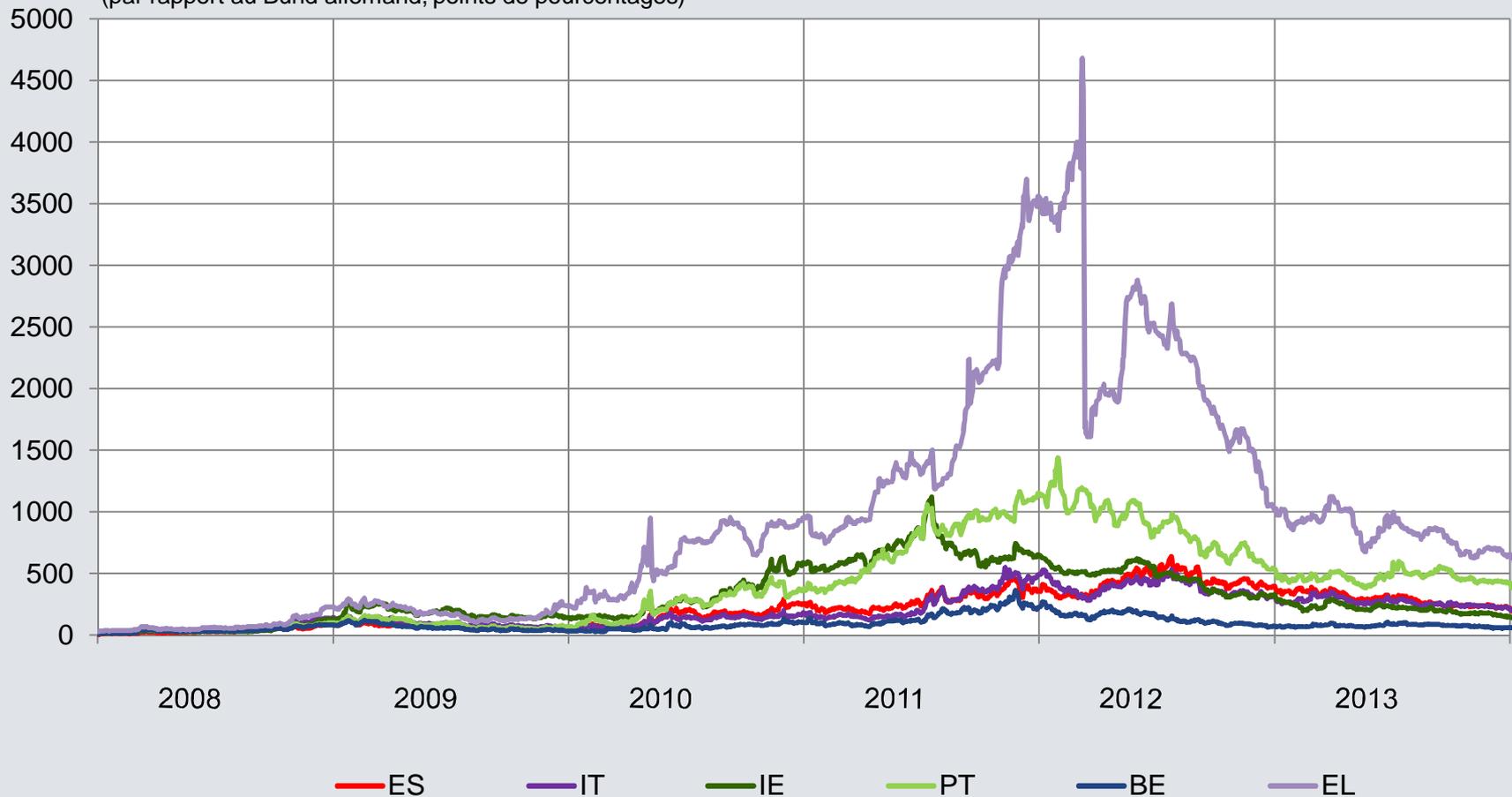
Augmentation de la dette publique brute dans la zone euro à la suite de la crise financière



La méfiance accrue sur les marchés financiers a déclenché une forte poussée des écarts de taux d'intérêt à long terme dans la zone euro

Écarts de rendement des obligations d'état à 10 ans

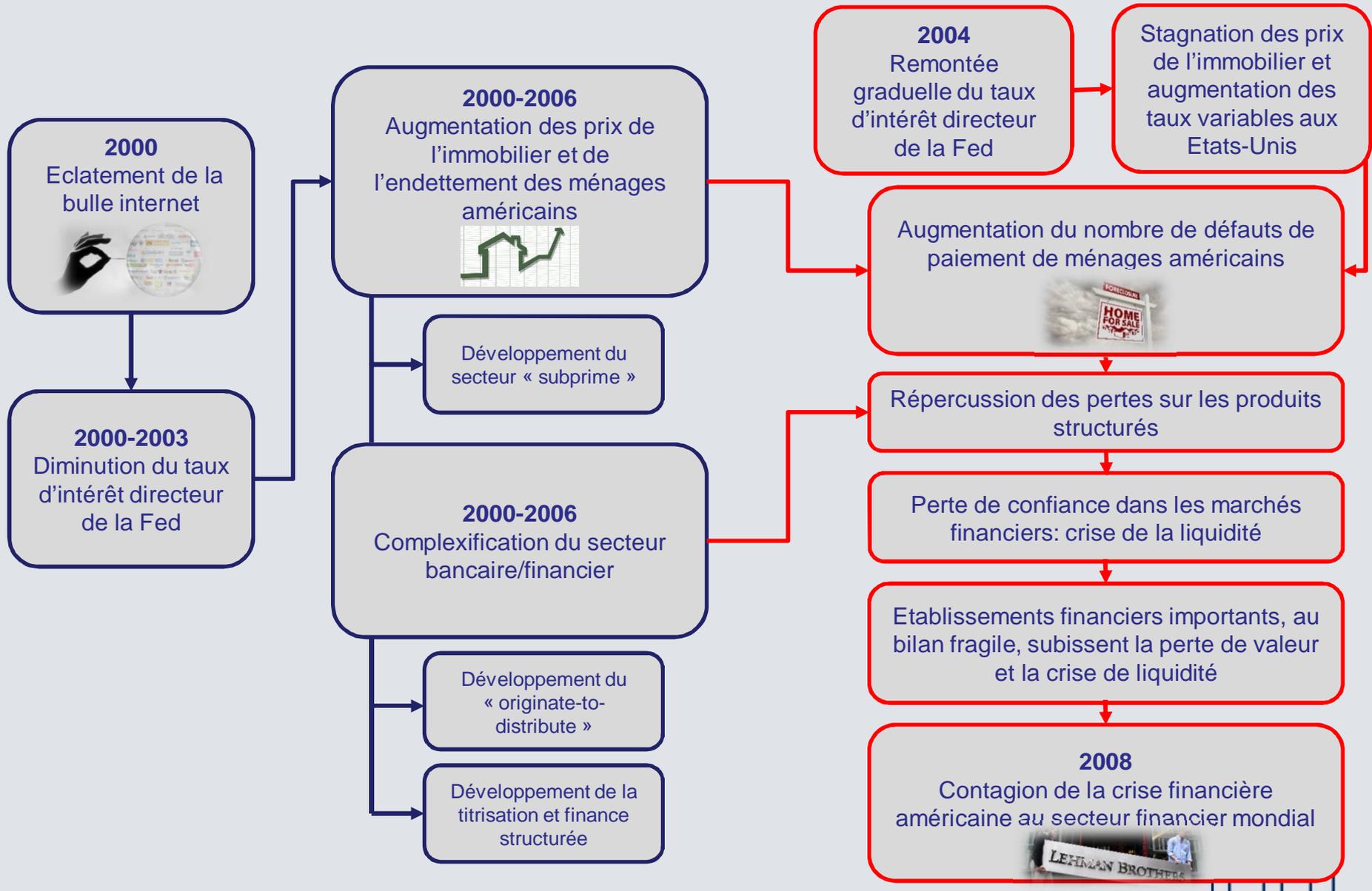
(par rapport au Bund allemand, points de pourcentage)



Focus sur le secteur financier: de la crise des subprimes à la crise financière mondiale



La crise de 2008 schématisée...



Quelques notions théoriques...

Les marchés financiers...

- ▶ Sont formés par une **offre et une demande**.



- ▶ Derrière l'offre et la demande: particuliers (**épargnants, emprunteurs**) mais aussi **banques, entreprises, compagnies d'assurance, fonds d'investissement, etc.**
- ▶ **Confiance et liquidité = facteurs-clé** dans les marchés financiers.

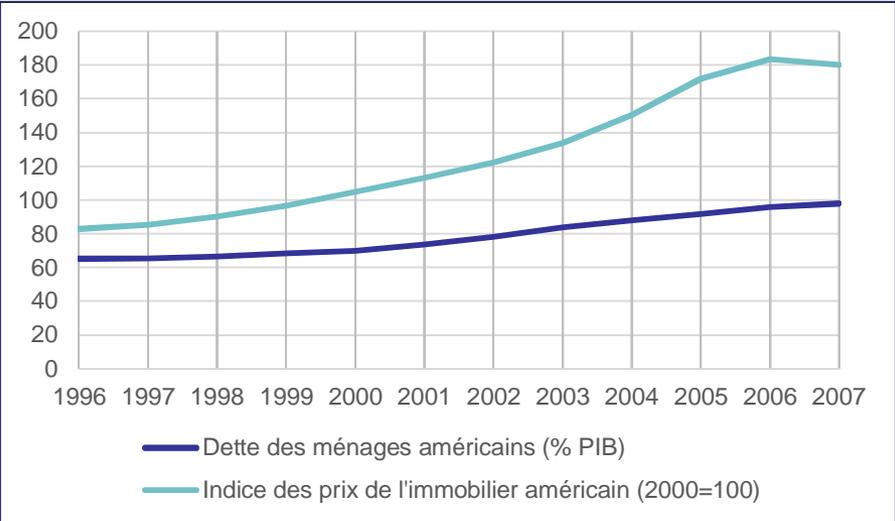
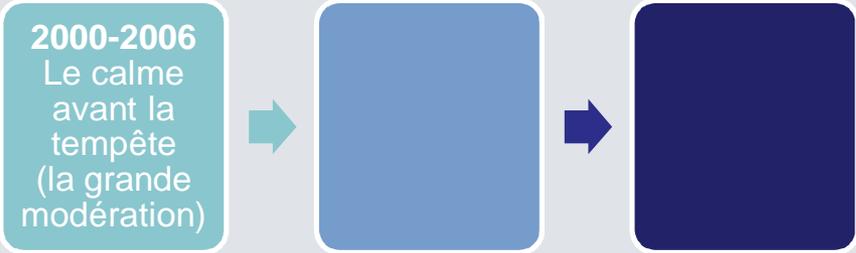
Un bilan bancaire...

Actif	Passif
Immobilisations	Fonds propres
Portefeuille titres	Titres d'endettement
Autres	Autres
Crédits à la clientèle	Dépôts de la clientèle
Prêts interbancaires	Emprunts interbancaires

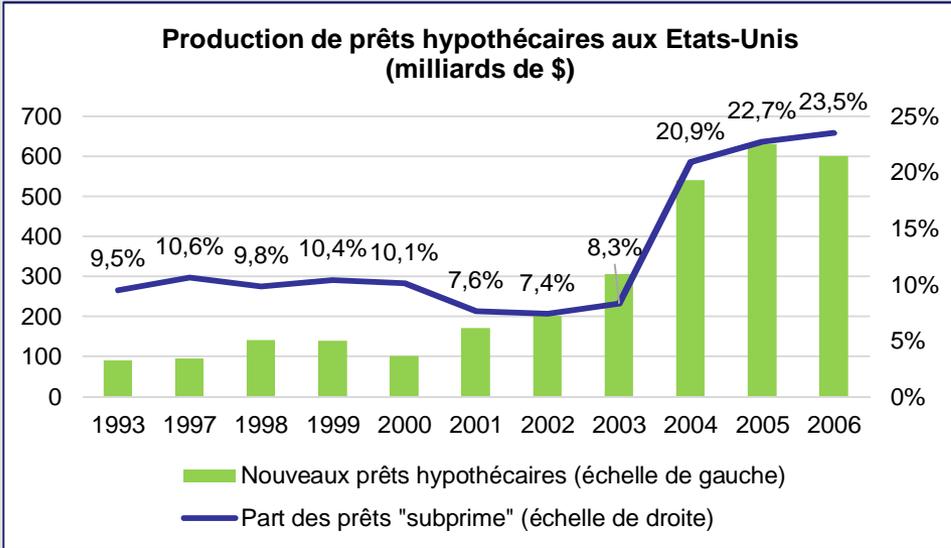
- ▶ Pour une banque traditionnelle: **majorité de crédits à l'actif** et **dépôts au passif**.
- ▶ Repose toujours plus ou moins sur une **transformation de maturité et liquidité**.



2000-2006: Hausse de l'endettement des ménages américains et des prix de l'immobilier



Source: Thomson Reuters Datastream



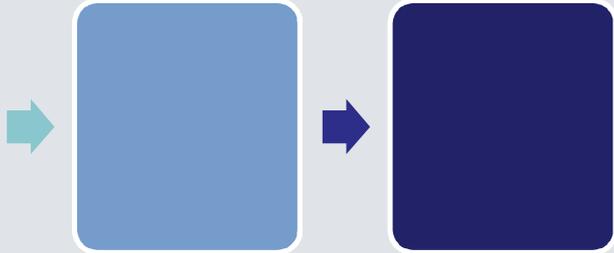
Source: Thomson Reuters Datastream

- ▶ **Subprime:** Se dit de prêts accordés à des ménages **peu solvables** (mauvais historiques de paiements, peu de capacités de remboursement) à des conditions particulièrement défavorables.
- ▶ Forte augmentation des **prêts « NINJA »** (No Income, No Job, No Assets).
- ▶ Les **taux relatifs à ces prêts étaient bas** dans un premier temps, **mais revus** à intervalles réguliers.

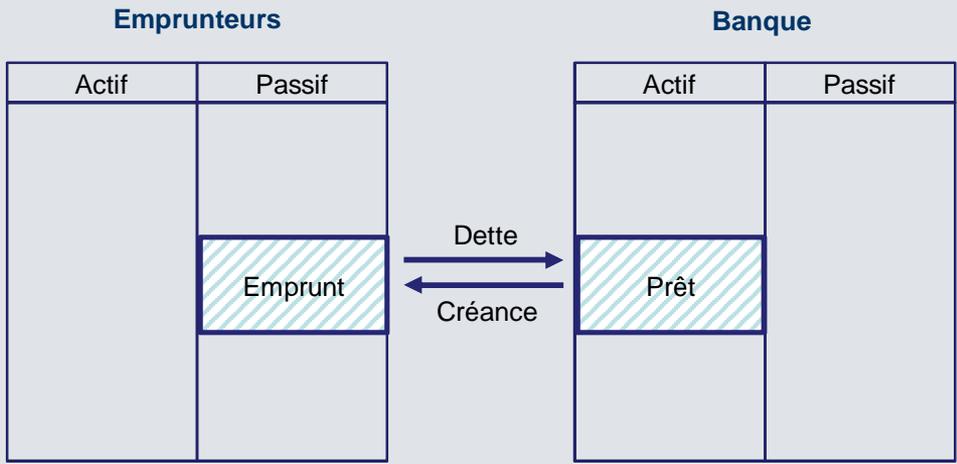


2000-2006: Complexification du système financier

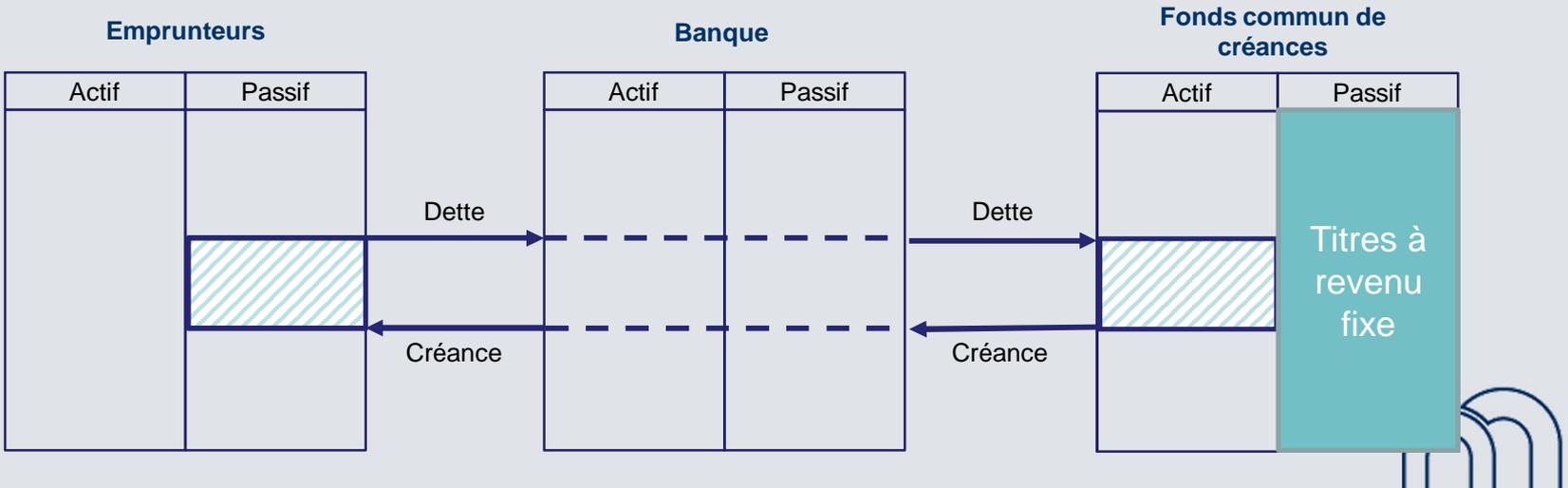
2000-2006
Le calme avant la tempête
(la grande modération)



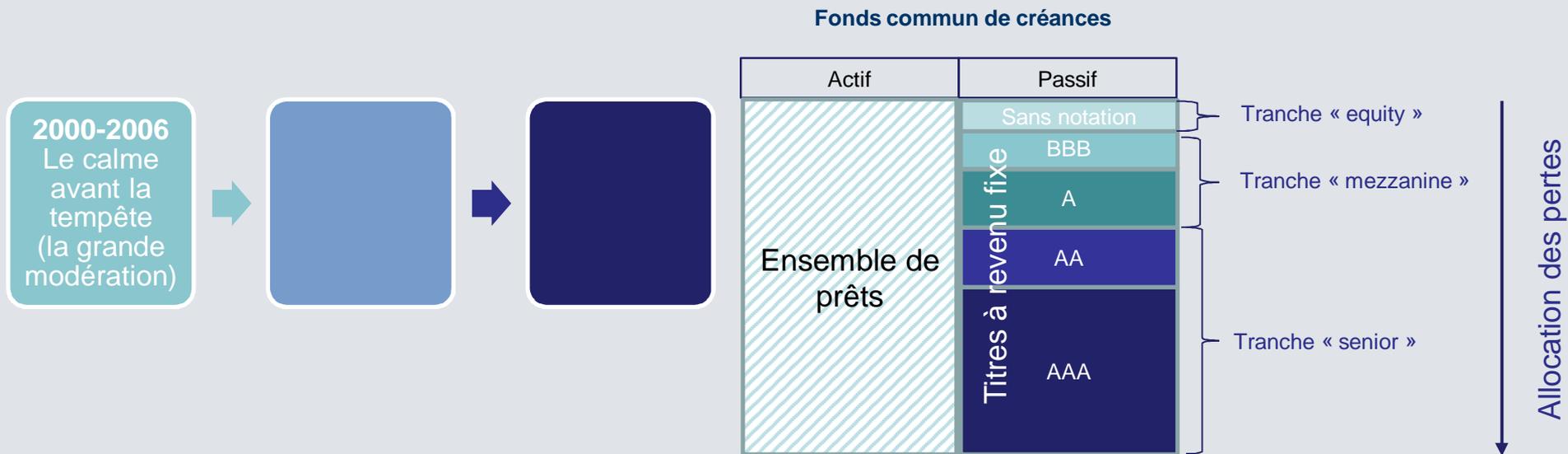
Le modèle traditionnel (originate and hold)



Le modèle "originate-to-distribute"



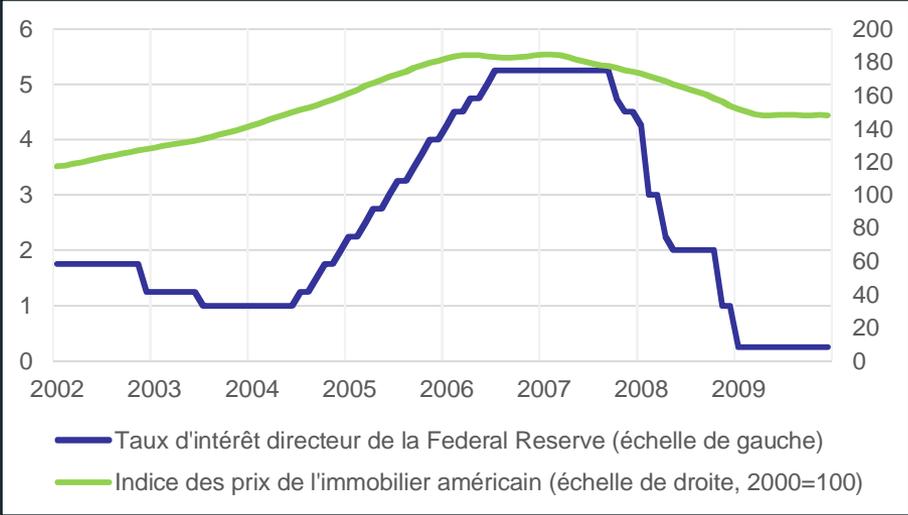
2000-2006: Complexification du système financier



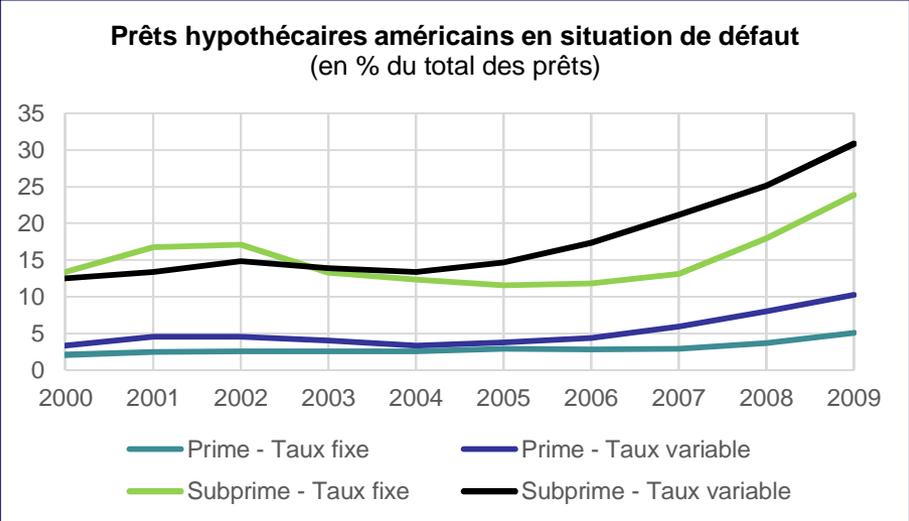
- ▶ Avec à l'actif un **ensemble de prêts hypothécaires** dont le risque de défaut n'est a priori pas corrélé, le fonds commun de créances émet, avec un système de « **tranches** », des **titres d'endettement pour se financer**.
- ▶ Toutes les tranches, sauf la plus risquée (equity), se voient attribuer une **notation reflétant le risque de perte**.
- ▶ Cette hiérarchisation permet de créer une **structure en cascade** qui rend possible une **répartition des pertes de la tranche la plus risquée à la moins risquée**. Grace à un tel montage, il est possible d'émettre des titres présentant un très faible risque de perte dû au non-paiement des intérêts ou du principal (AAA).
- ▶ Différents agents économiques sont impliqués, dont des **agences de notation**.



2006-2008: Hausse du nombre de défauts sur les crédits et pertes sur les produits structurés

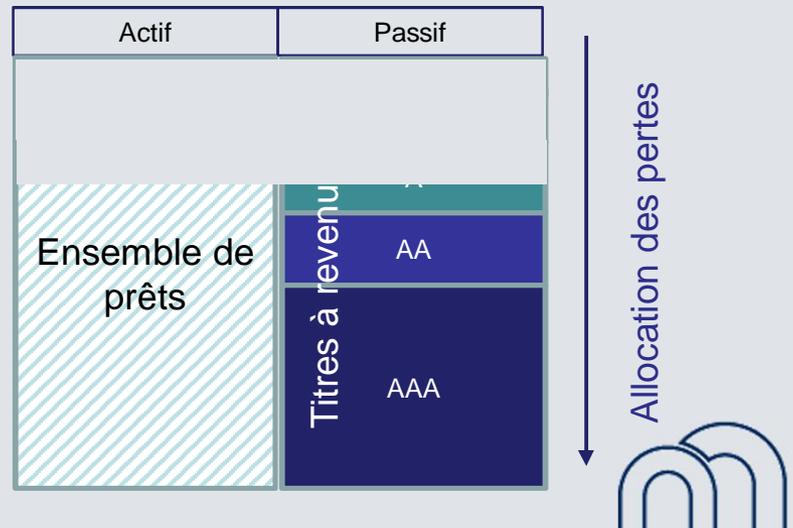


Source: Thomson Reuters Datastream

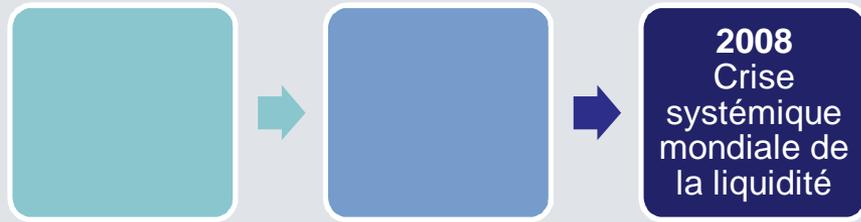


Source: US mortgage bankers association

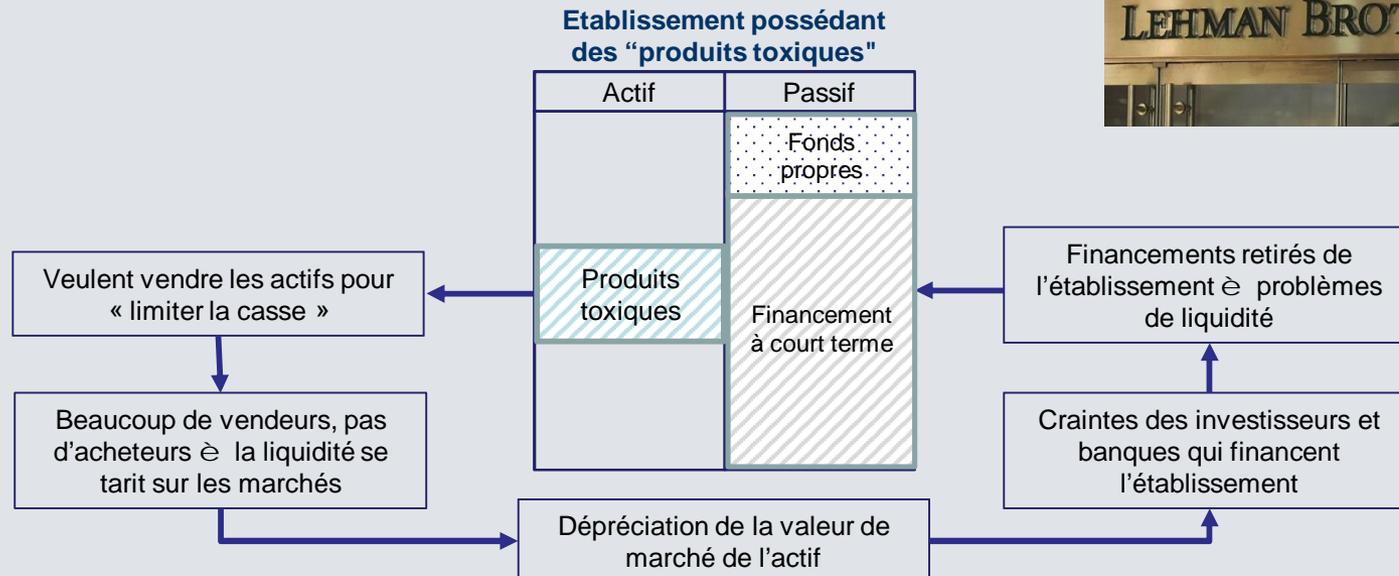
Fonds commun de créances



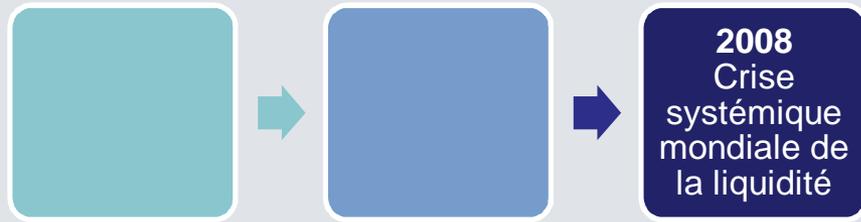
2008: Des établissements financiers importants subissent la perte de valeur et la crise de liquidité



- ▶ **Bilan fragile** = par exemple, effet de levier important.
- ▶ **Effet de levier** = total du bilan par rapport au fonds propres. Plus ce dernier est important, plus l'établissement doit faire appel à du financement par l'endettement.
- ▶ Cela peut engendrer des **problèmes de solvabilité et liquidité** en cas de crise.

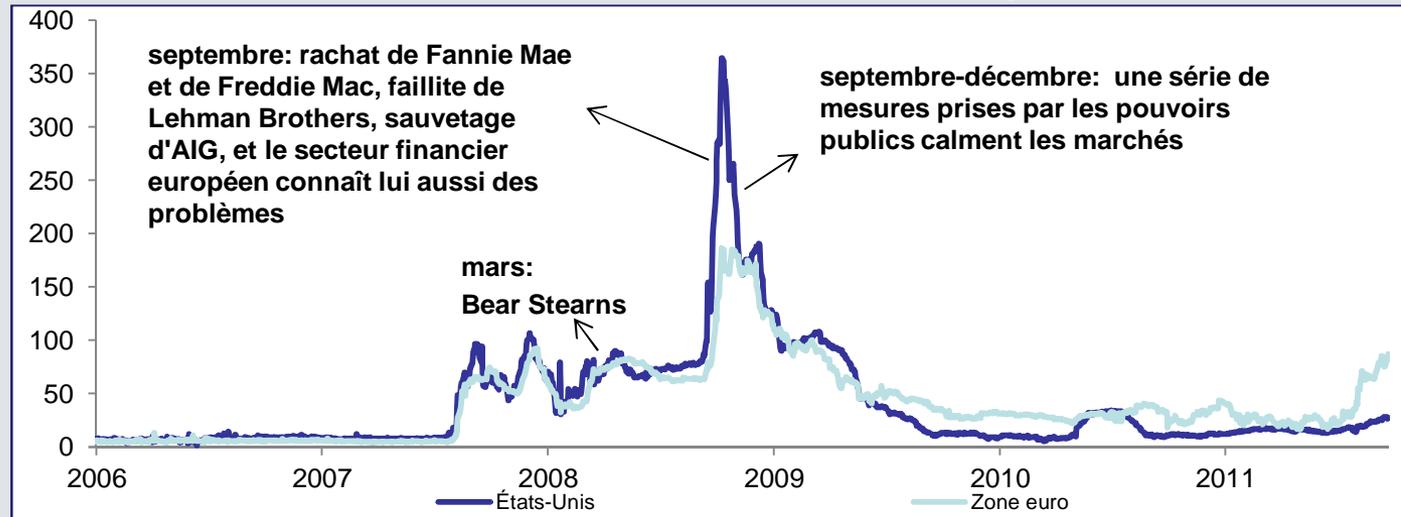


2008: Contagion de la crise financière américaine au secteur financier mondial



- ▶ La **faillite de Lehman Brothers** (banque d'investissement) augmente d'un cran la panique sur les marchés financiers mondiaux.
- ▶ A cause d'expositions à des actifs toxiques ou de bilans trop fragiles, les **secteurs financiers mondiaux et européens** se retrouvent à leur tour impliqués dans la crise financière américaine.
- ▶ Seule **l'intervention des pouvoirs publics** pourra calmer les tensions.

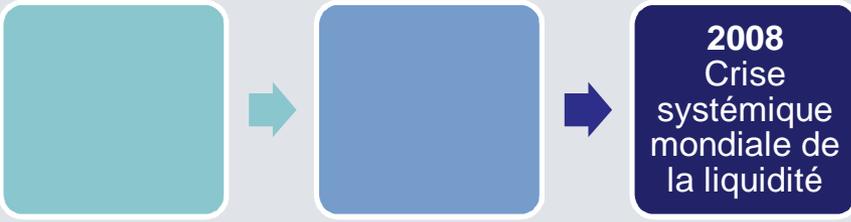
Indicateur de méfiance entre les banques¹



Source: Thomson Reuters Datastream.

1. Écart entre le taux interbancaire non garanti et le taux garanti de l'overnight index swap (OIS) (points de base)

2008: Contagion de la crise financière américaine au secteur financier mondial



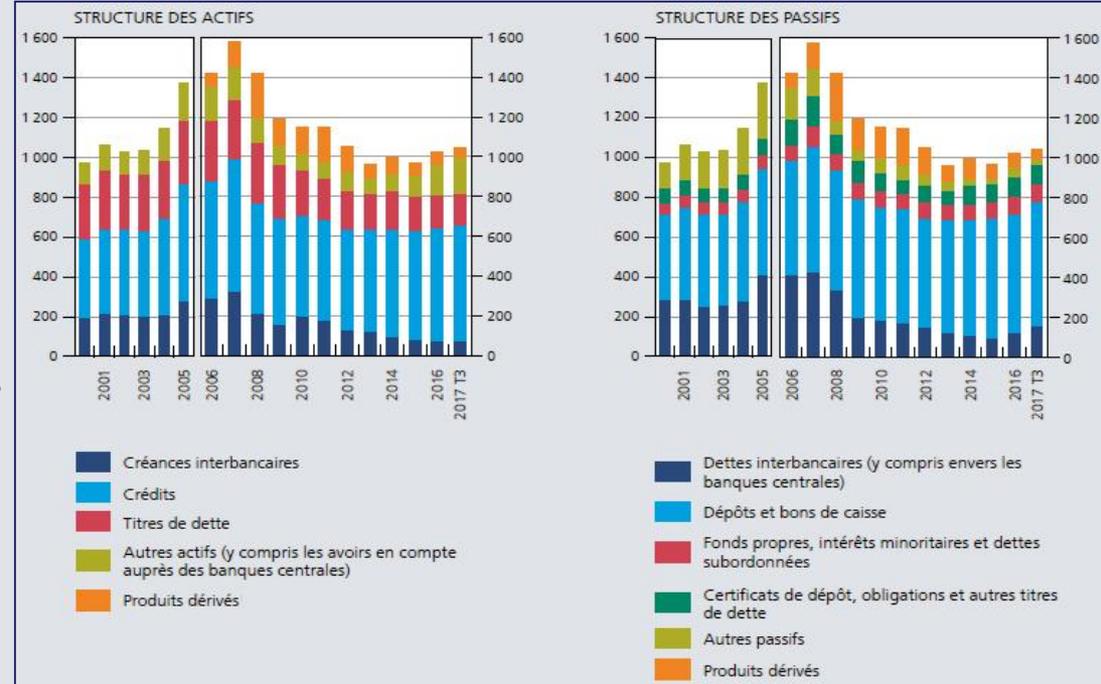
2008: Intervention des autorités et début des réformes dans le secteur bancaire

Les autorités doivent intervenir pour stabiliser le secteur bancaire

- ▶ **Recapitalisation** des institutions accompagnée de **changements significatifs** dans la structure de gouvernance.
- ▶ Mise en place d'un **système de garantie de l'Etat** visant à faciliter le refinancement des banques.
- ▶ Relèvement du **plafond de garantie des dépôts**.

Réactions des banques

- ▶ **Back to basics**
- ▶ **Back to Belgium**
- ▶ Diminution de la **taille du bilan** et de l'**effet de levier**
- ▶ Renforcement des **capitaux propres** et de la **liquidité**
- ▶ Rationalisation de la **structure de coûts**



Source: Rapport annuel BNB 2017

