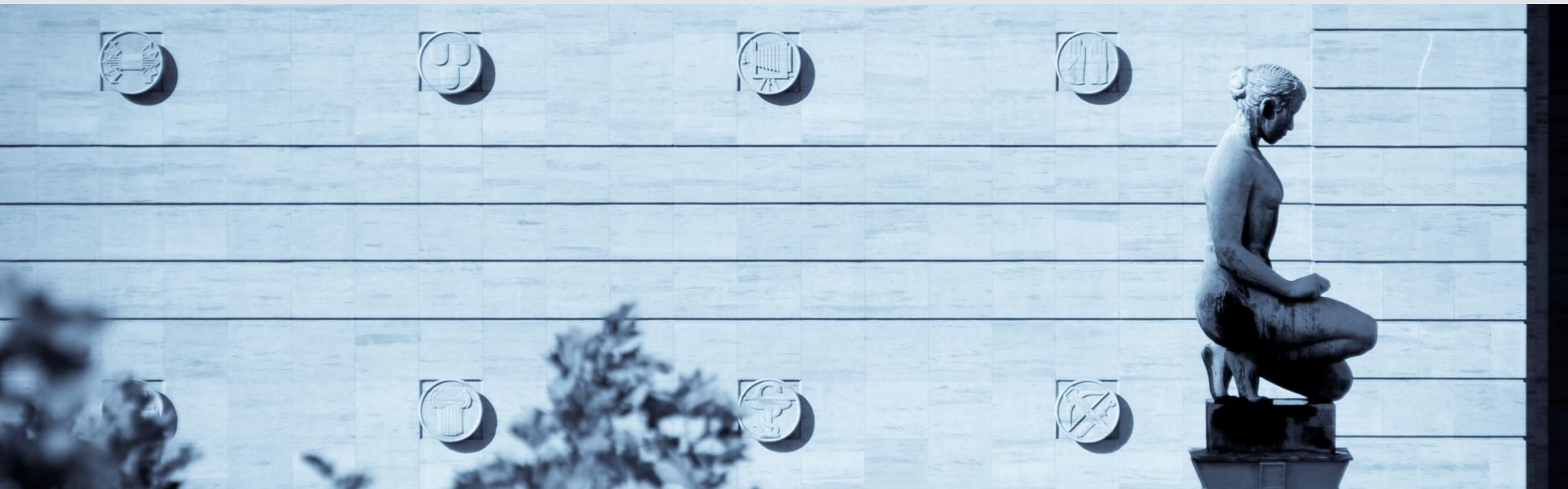


# La crise financière, 10 ans plus tard. En a-t-on tiré les leçons?

## 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**

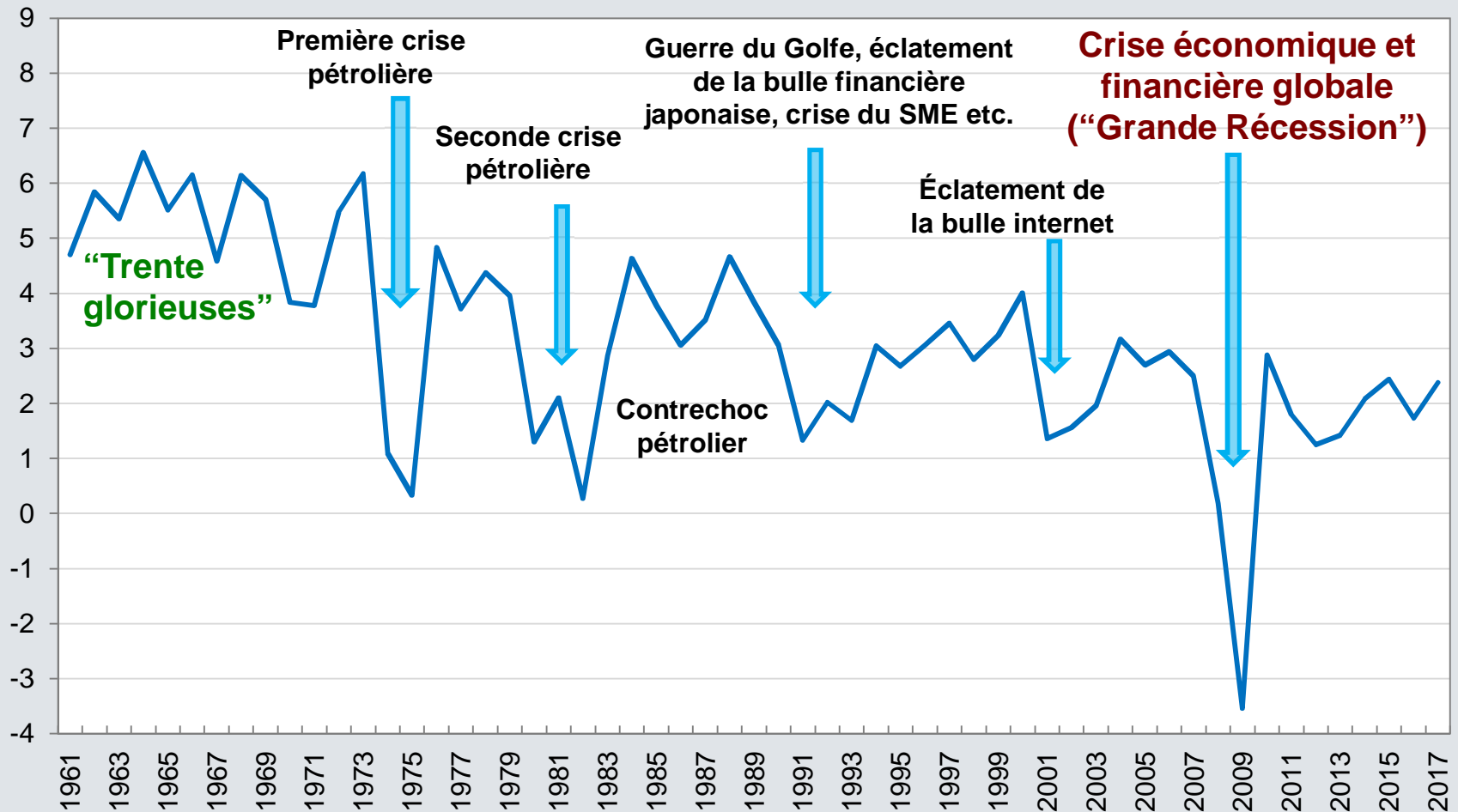
2) Crise financière mondiale

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)



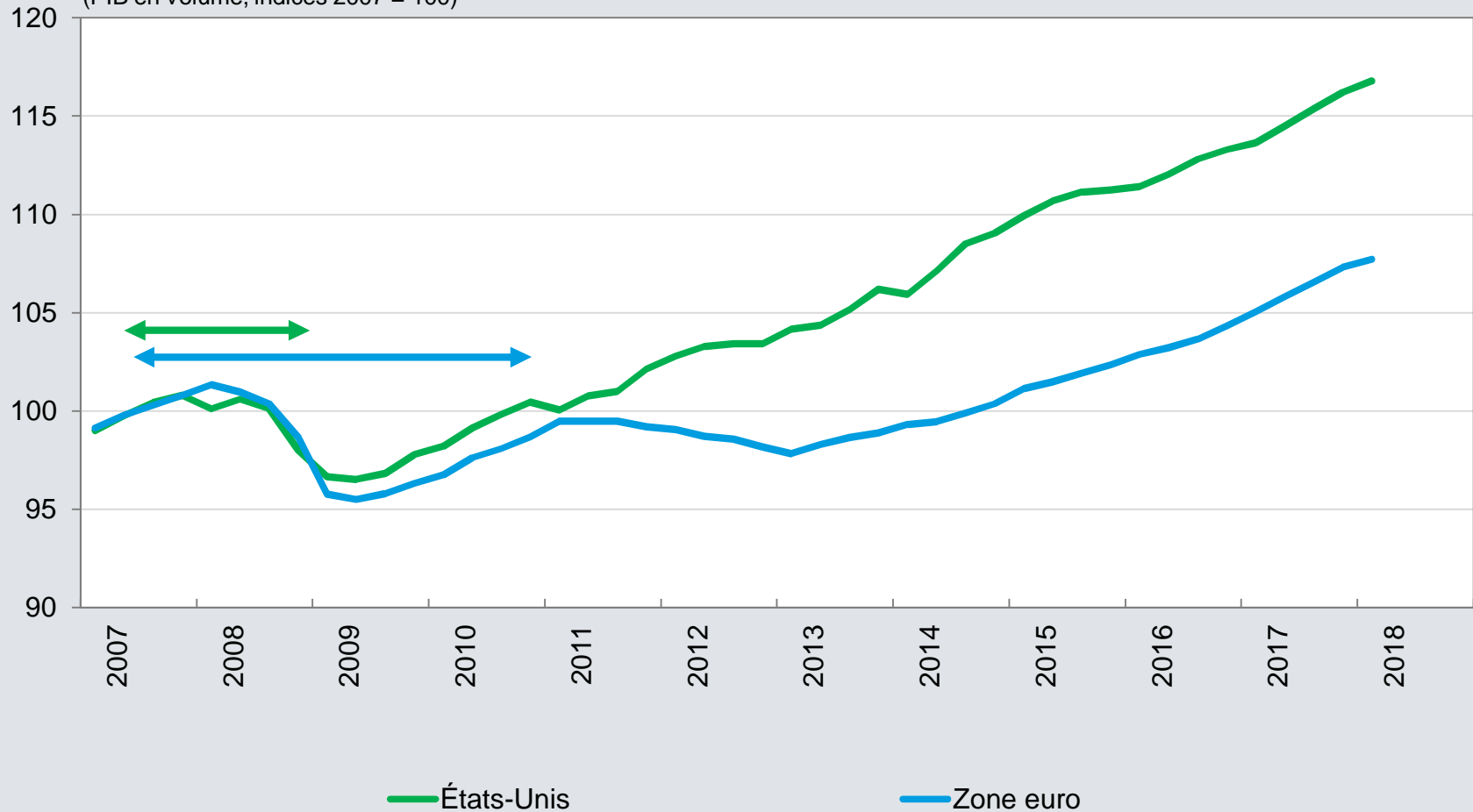
Source: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde.



# La zone euro a été plus sévèrement touchée

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

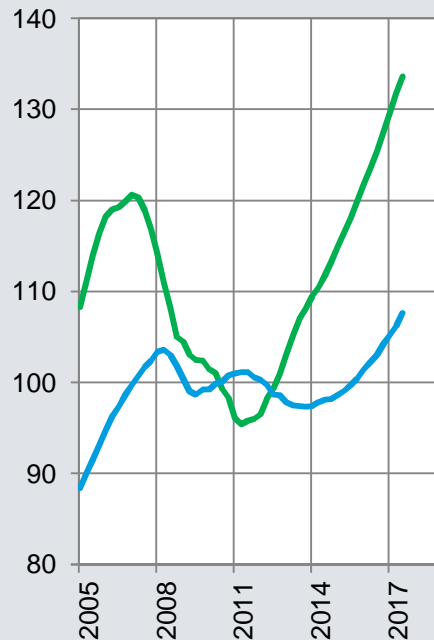
(PIB en volume, indices 2007 = 100)



# Zone euro : une crise en plusieurs étapes

**Marché immobilier américain**

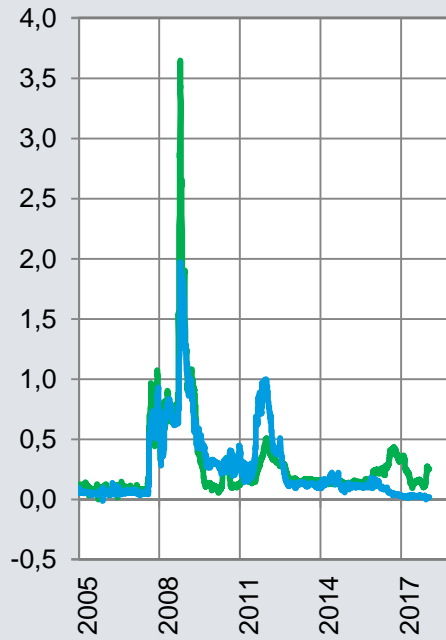
**Prix des logements**  
(indices 2010 = 100)



— États-Unis  
— Zone euro

**Marchés financiers internationaux**

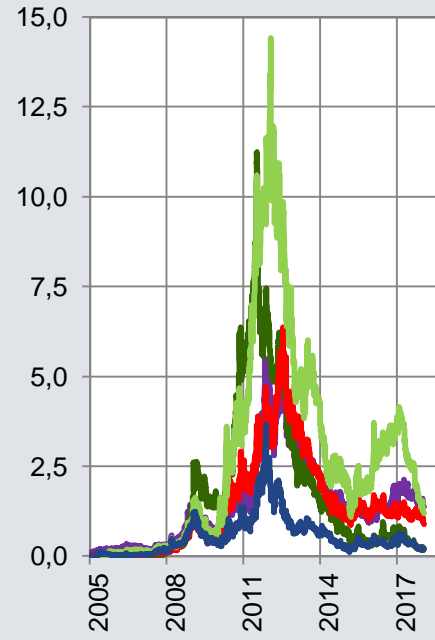
**Marché monétaire**  
(écart de taux entre les prêts garantis et non garantis; 3 mois; points de pourcentage)



— États-Unis  
— Zone euro

**Dette publique de la zone euro**

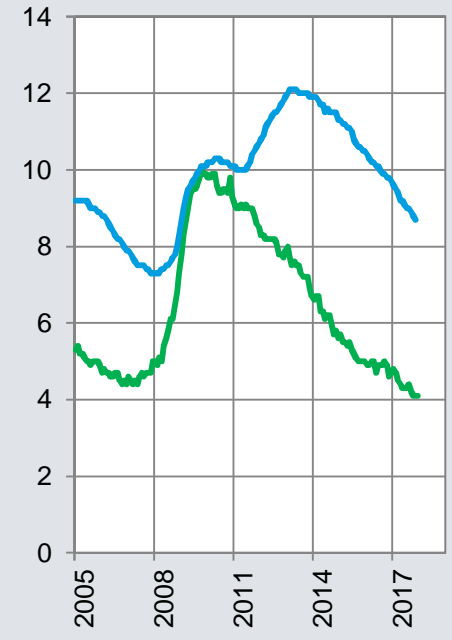
**Obligations d'État**  
(écart de taux par rapport au Bund à 10 ans; points de pourcentage)



— 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

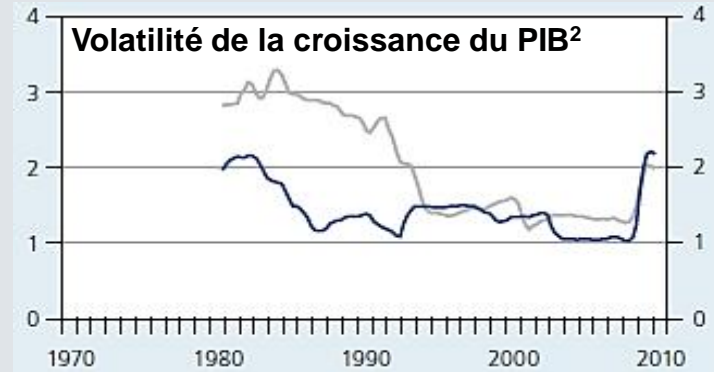
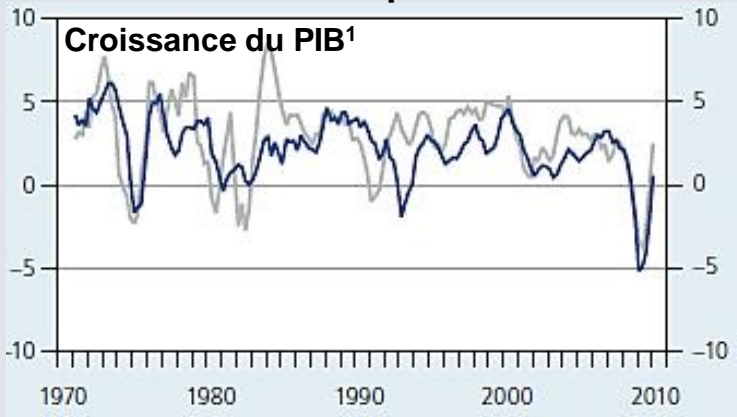




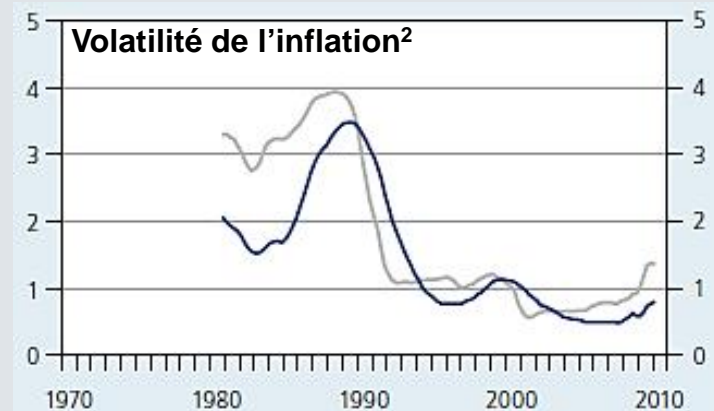
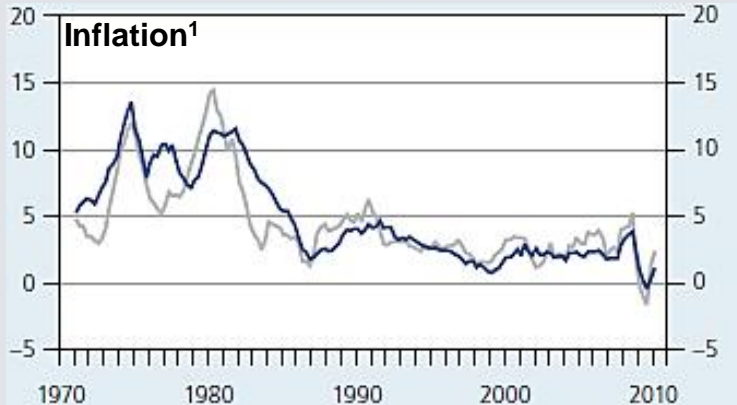
# Causes: contexte macroéconomique

## 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

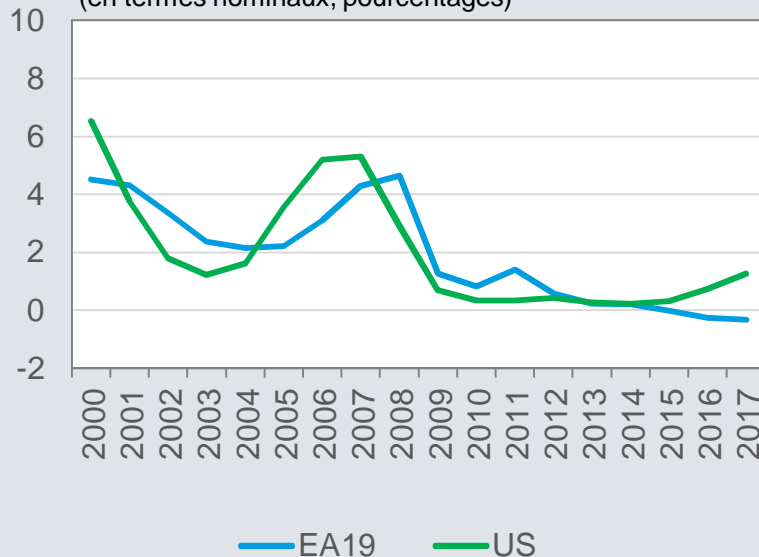
## b) Taux historiquement bas

- ▶ 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

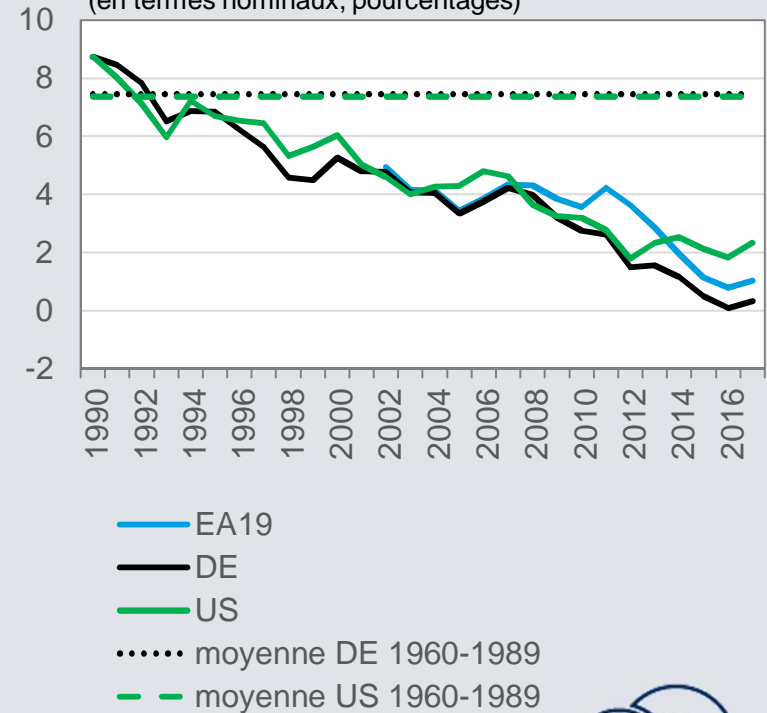
### Taux à court terme

(en termes nominaux, pourcentages)



### Taux à long terme

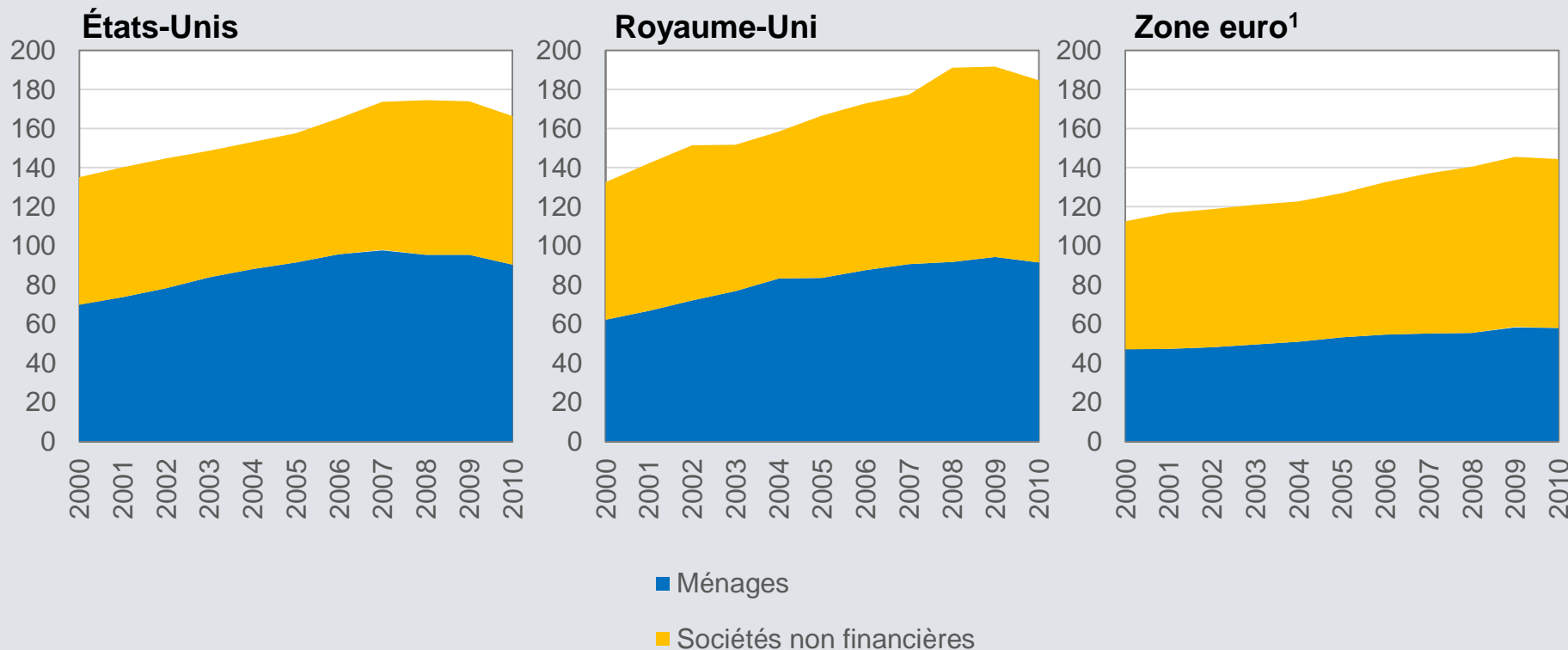
(en termes nominaux, pourcentages)



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

## Dettes non consolidées du secteur non-financier privé

(pourcentages du PIB)



Source : OCDE.

<sup>1</sup> 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

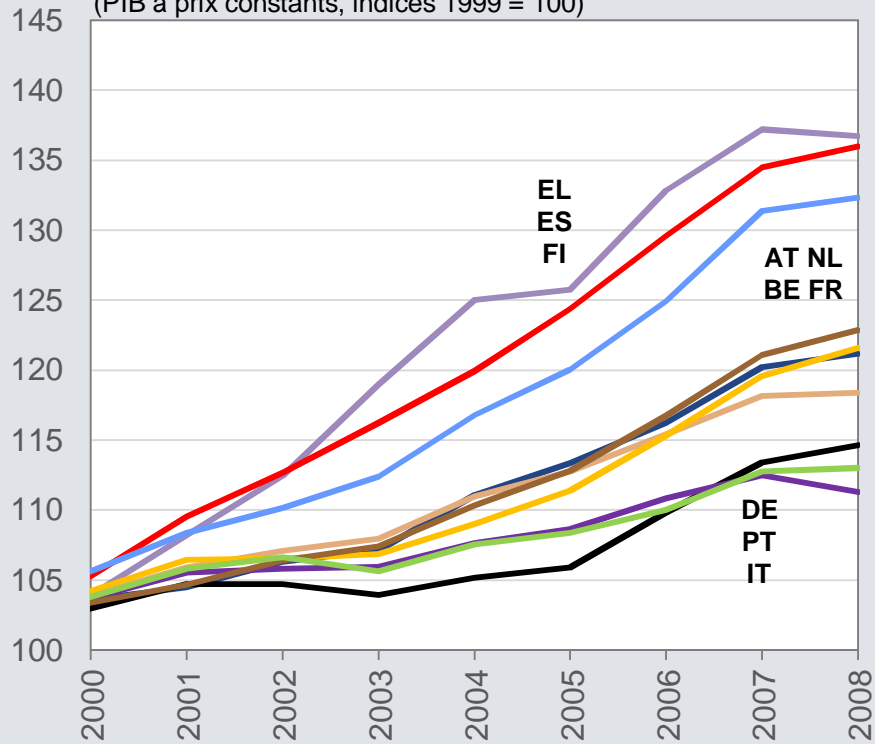
**3) Crise de la dette souveraine dans la zone  
euro**



# Après la crise financière, la configuration de la zone euro s'est modifiée<sup>1</sup>...

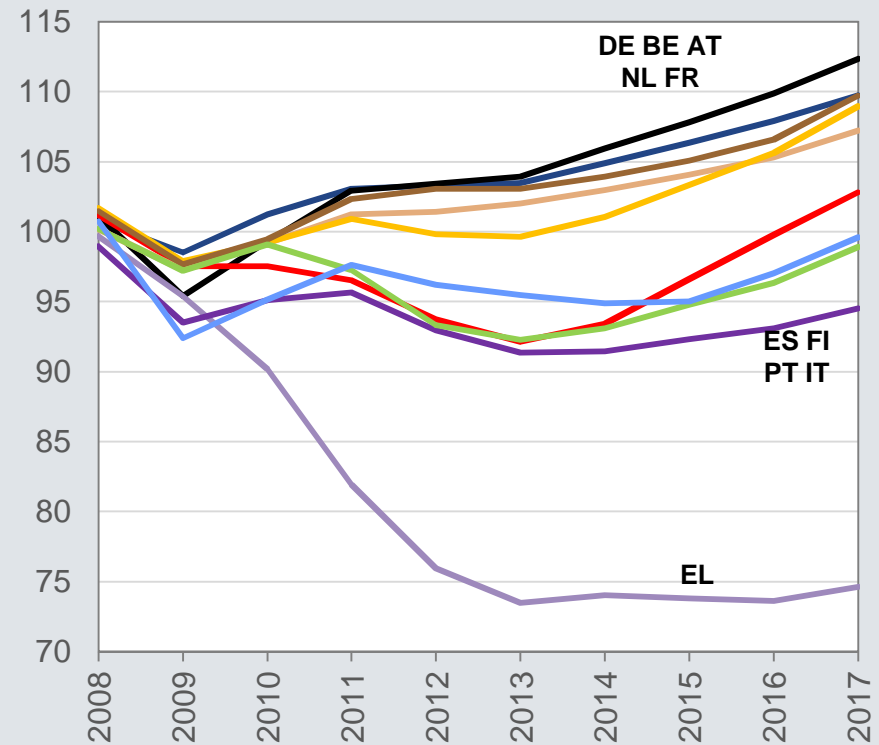
## Écarts de croissance après l'introduction de l'euro ...

(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.

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



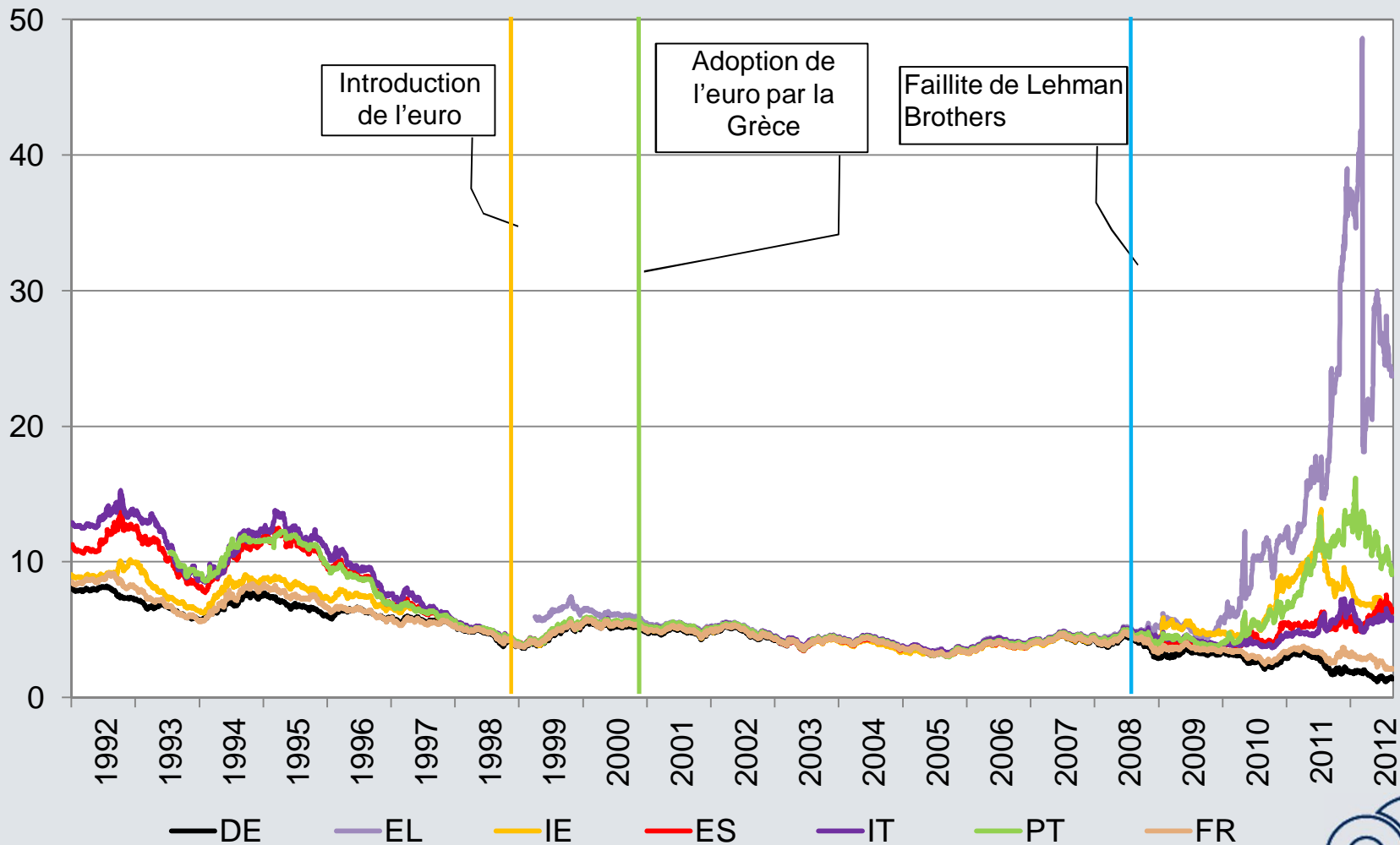
# ... en raison d'imperfections dans l'architecture de l'Union Économique et Monétaire

- ▶ 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)

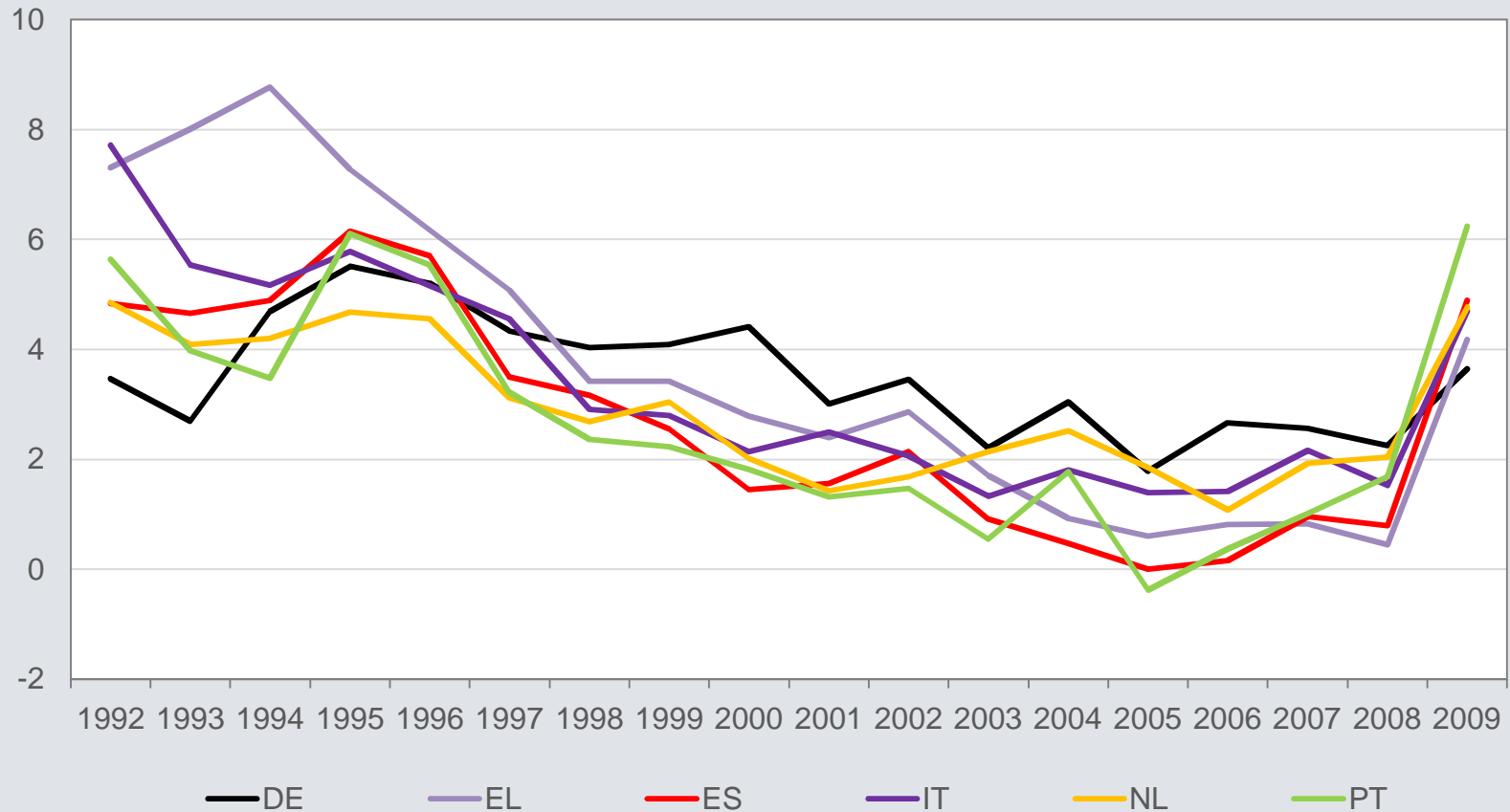
(taux à dix ans des obligations d'État, données journalières, pourcentages)



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)

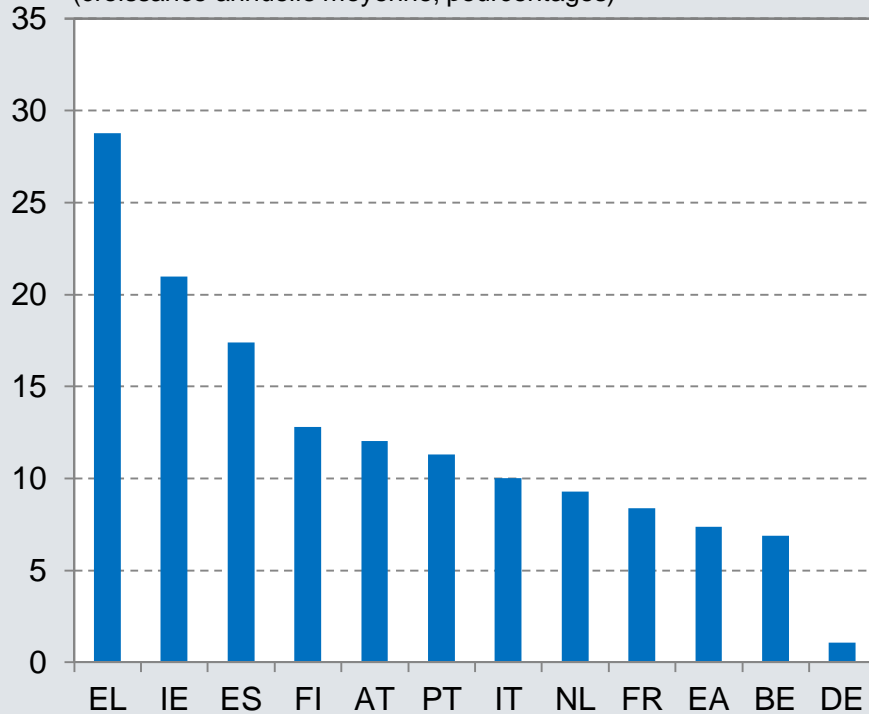




# La faiblesse des taux réels a entraîné une croissance rapide du crédit et une hausse des prix des logements dans certains pays de la zone euro

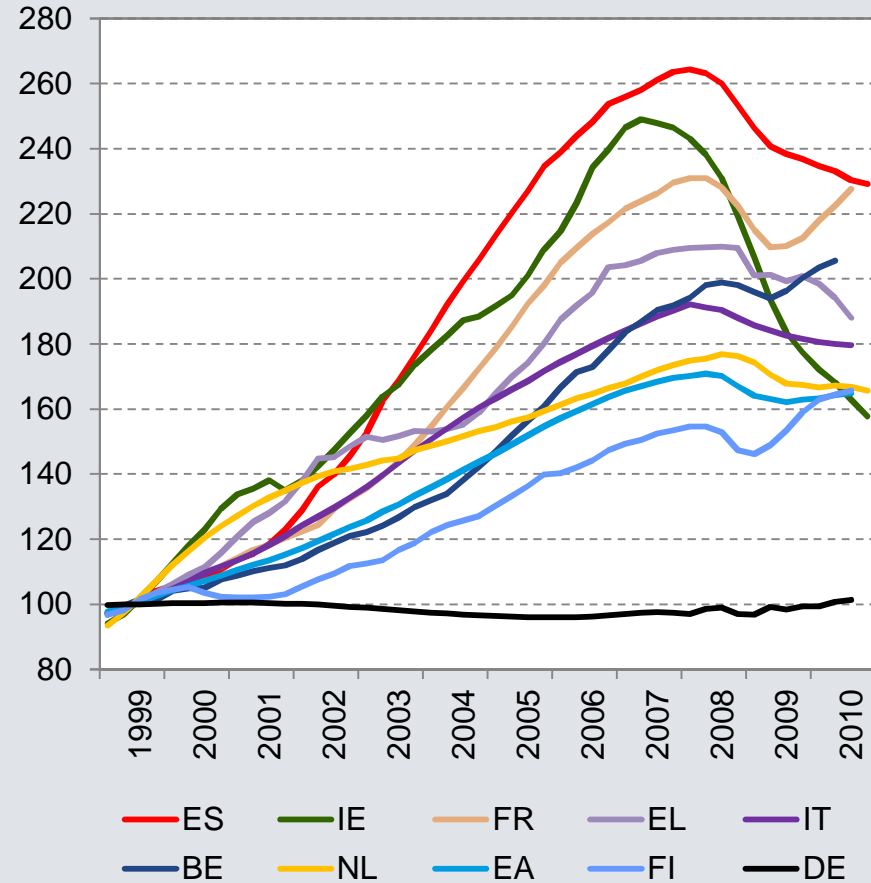
## Octroi de crédit aux ménages par les IFM dans la zone euro 1999-2007

(croissance annuelle moyenne, pourcentages)



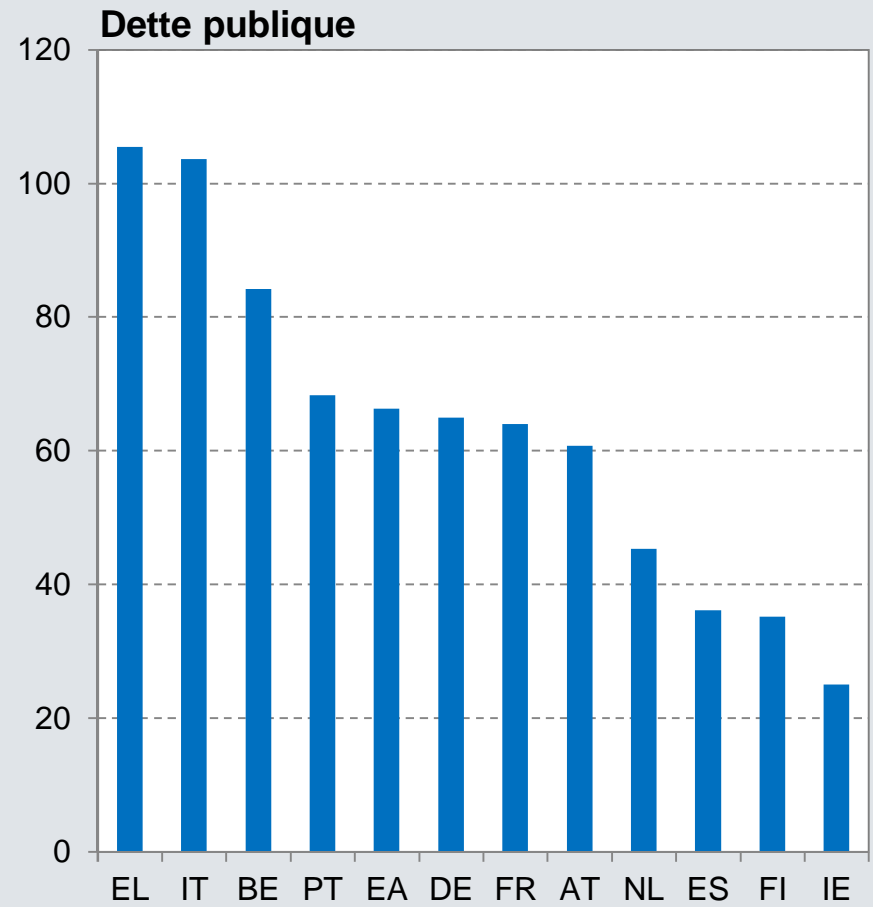
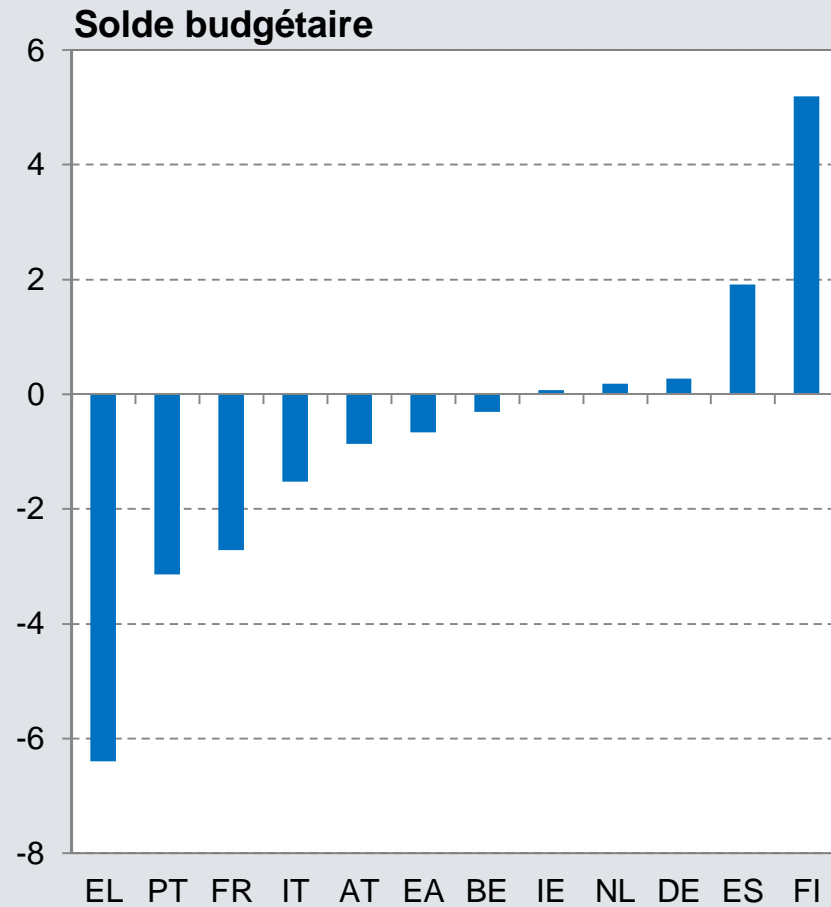
## Prix des logements dans la zone euro

(prix nominaux, indices 1999 = 100)

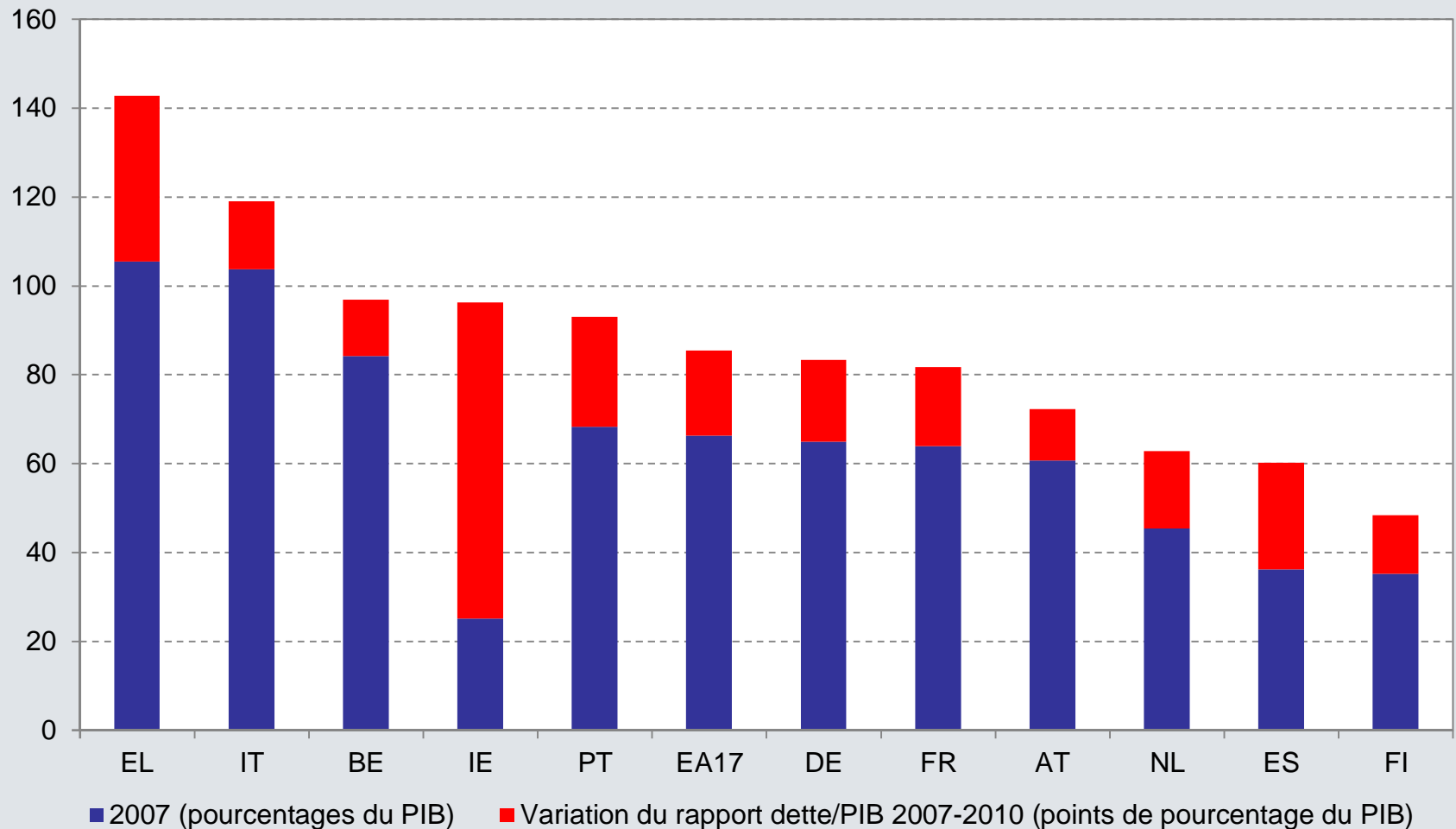


# Finances publiques dans la zone euro en 2007: respect insuffisant du Pacte de stabilité et de croissance

(pourcentages du PIB)



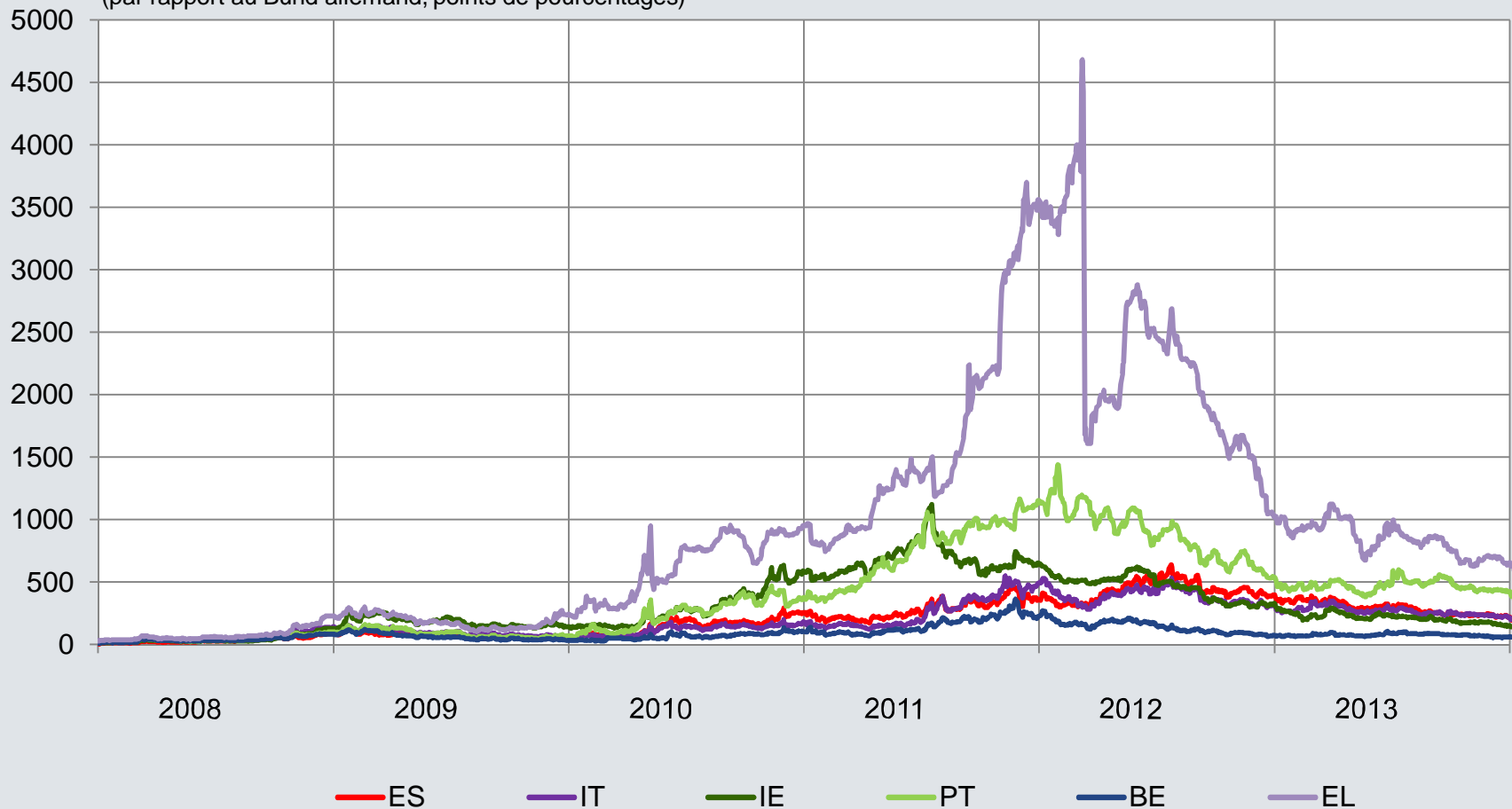
# Augmentation de la dette publique brute dans la zone euro à la suite de la crise financière



# 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

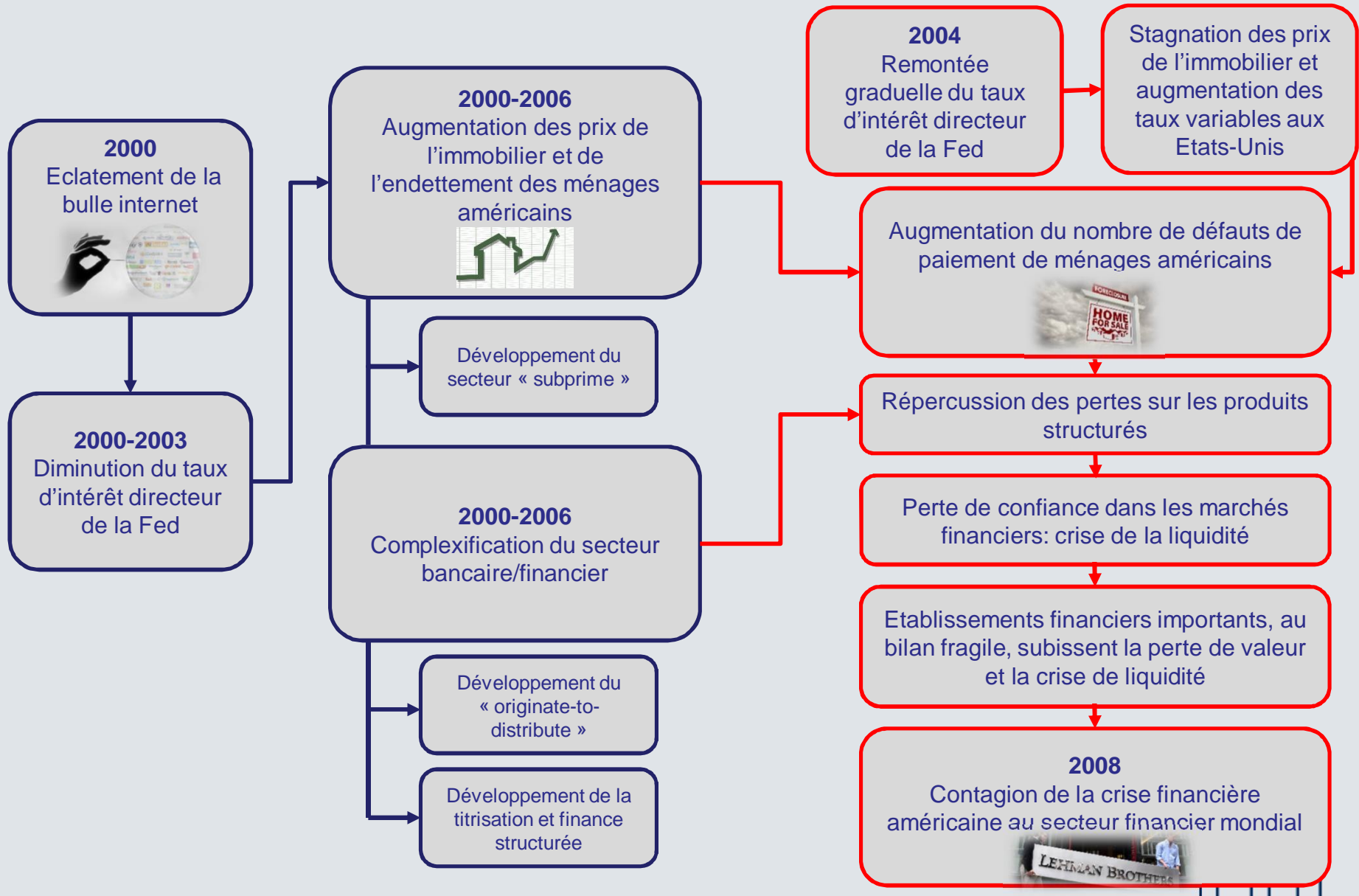
(par rapport au Bund allemand, points de pourcentage)



# 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.

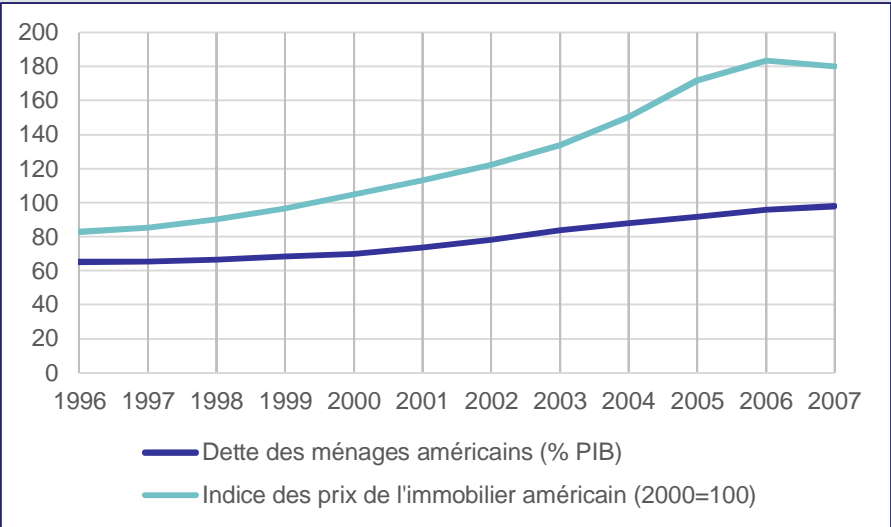
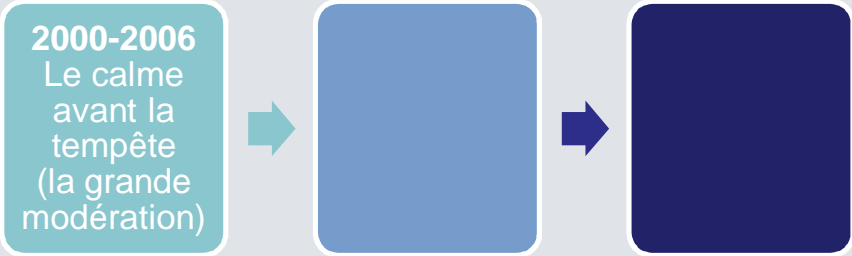
## Un bilan bancaire...

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

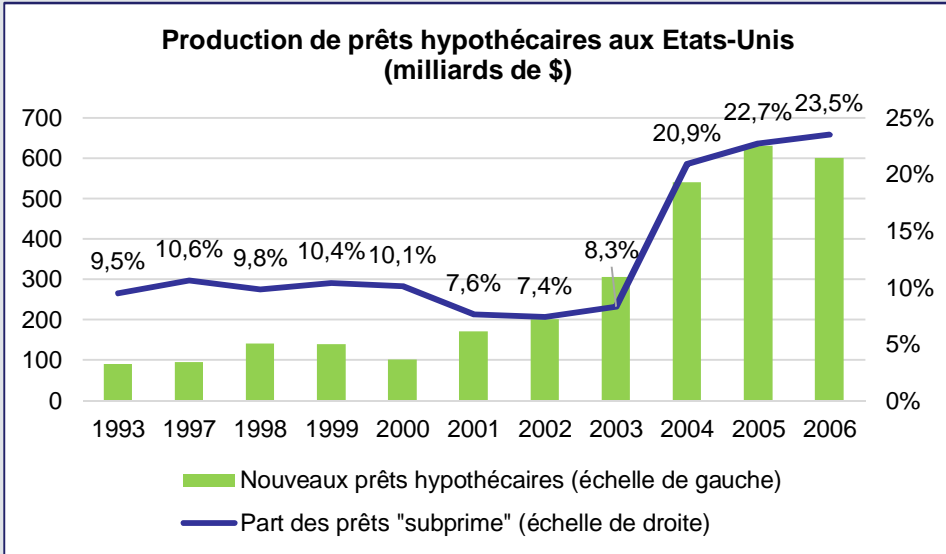
- ▶ Pour une banque traditionnelle: **majorité de crédits à l'actif et dépôts au passif.**
- ▶ Repose toujours plus ou moins sur une **transformation de maturité et liquidité.**



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



Source: Thomson Reuters Datastream



Source: Thomson Reuters Datastream

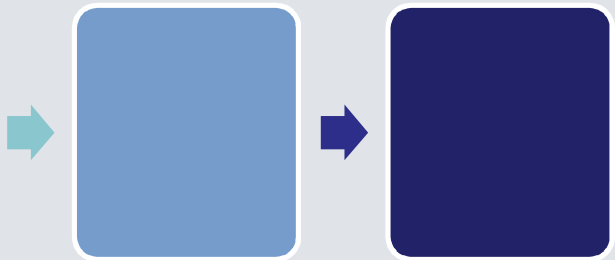
- ▶ **Subprime:** Se dit de prêts accordés à des ménages **peu solvables** (mauvais historiques de paiements, peu de capacités de remboursement) à des conditions particulièrement défavorables.
- ▶ Forte augmentation des **prêts « NINJA »** (No Income, No Job, No Assets).
- ▶ Les **taux relatifs à ces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



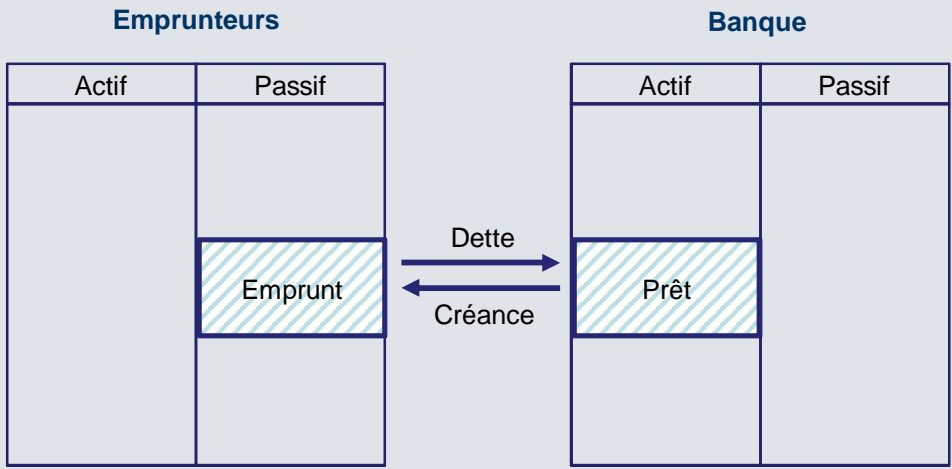


# 2000-2006: Complexification du système financier

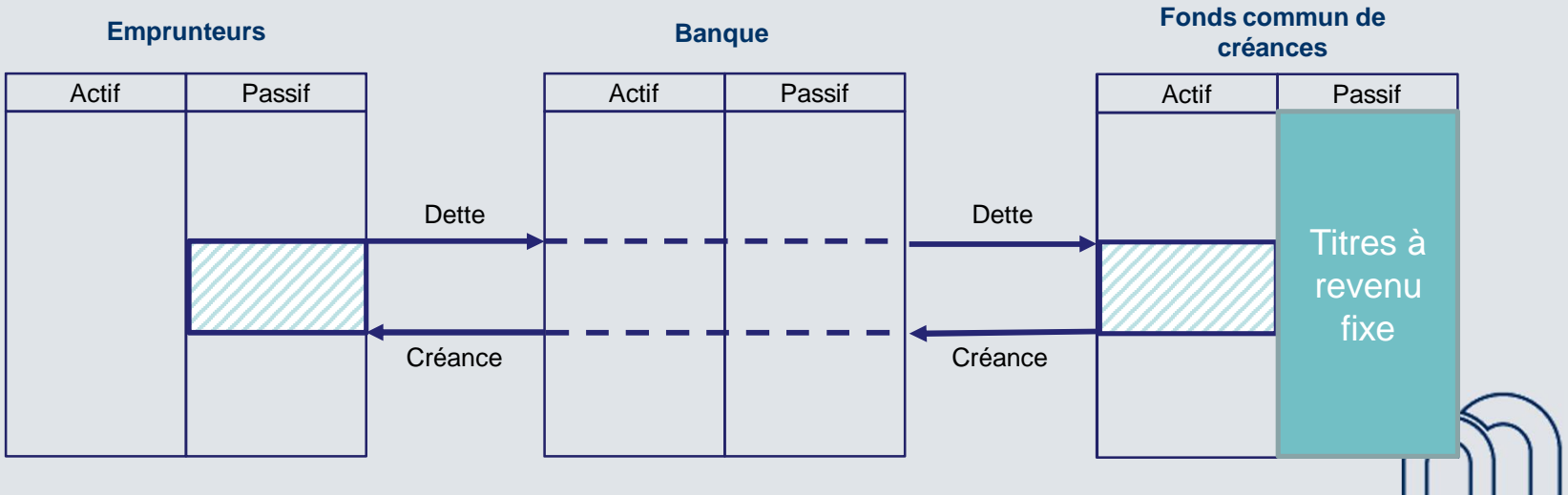
2000-2006  
Le calme avant la tempête  
(la grande modération)



## Le modèle traditionnel (originate and hold)

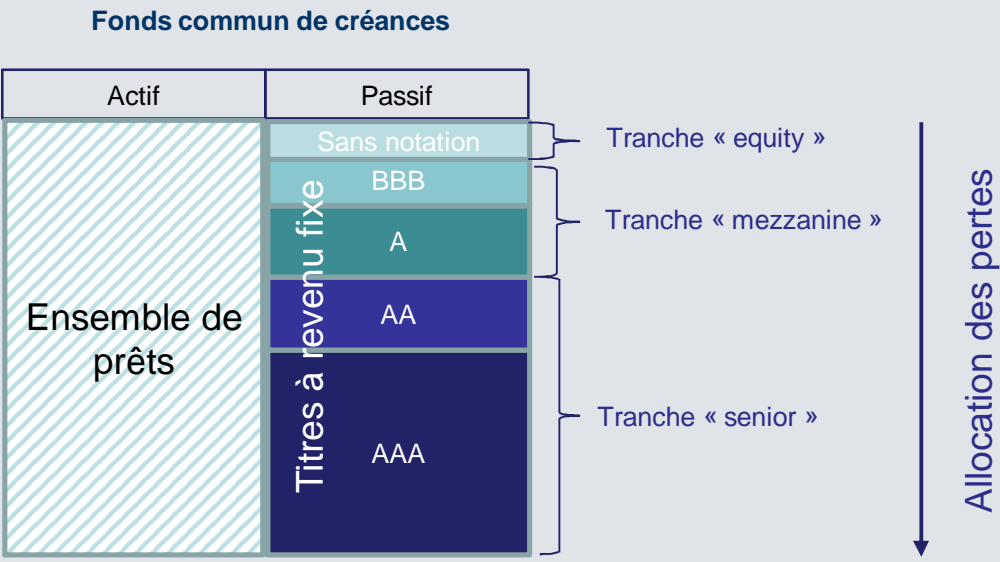
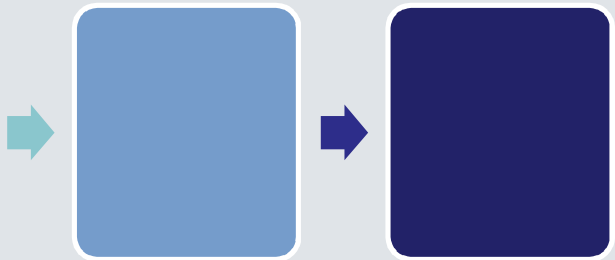


## Le modèle "originate-to-distribute"



# 2000-2006: Complexification du système financier

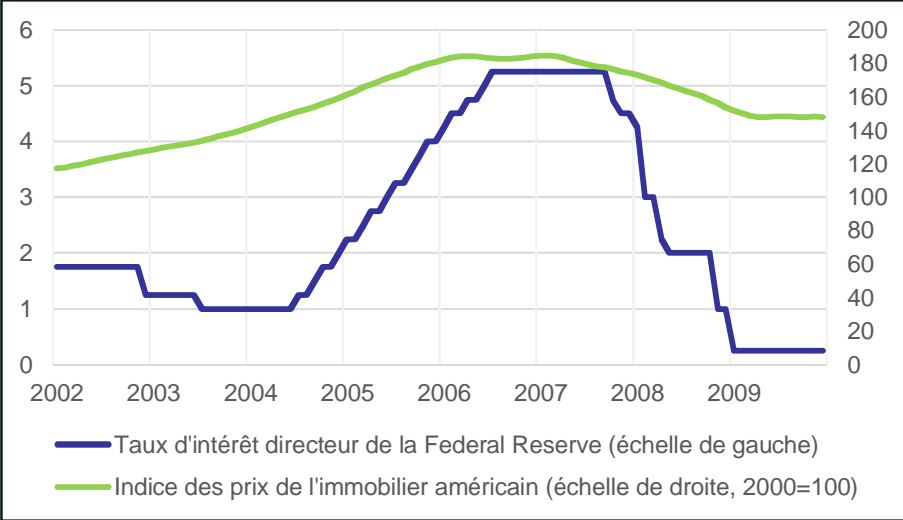
2000-2006  
Le calme avant la tempête (la grande modération)



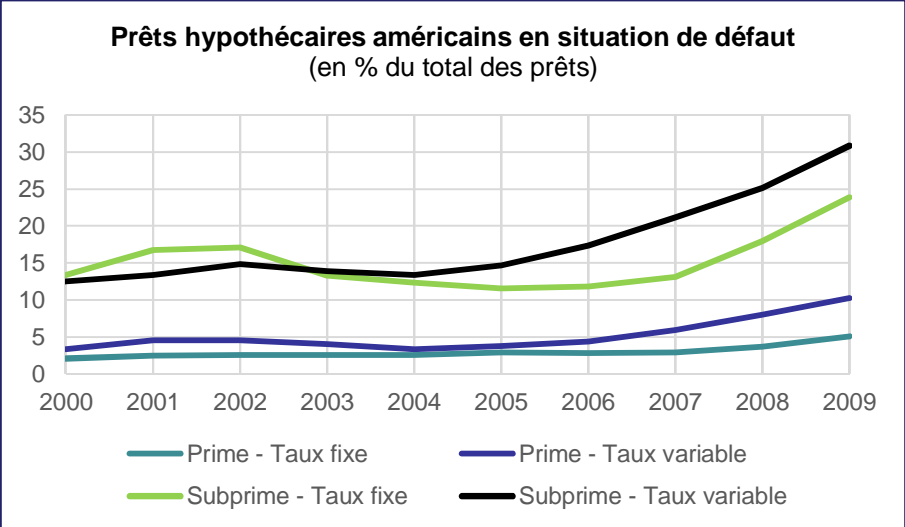
- ▶ Avec à l'actif un **ensemble de prêts hypothécaires** dont le risque de défaut n'est a priori pas corrélé, le fonds commun de créances émet, avec un système de « **tranches** », des **titres d'endettement pour se financer**.
- ▶ Toutes les tranches, sauf la plus risquée (equity), se voient attribuer 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

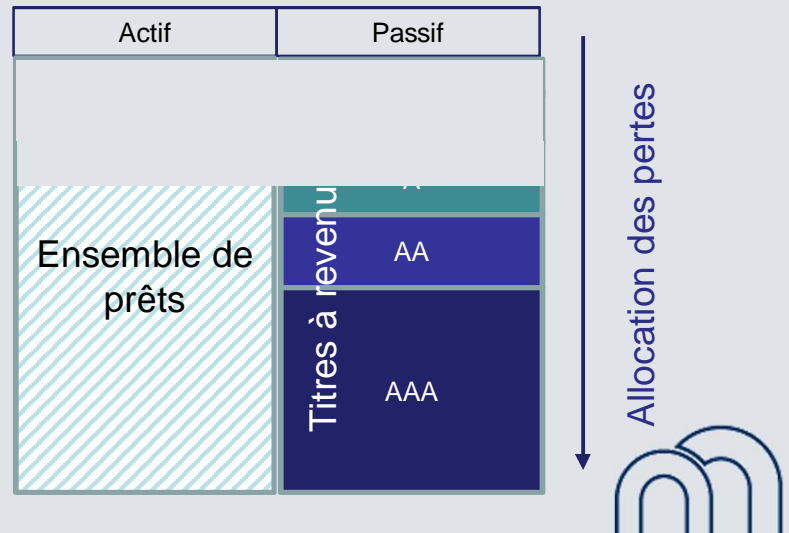


Source: Thomson Reuters Datastream



Source: US mortgage bankers association

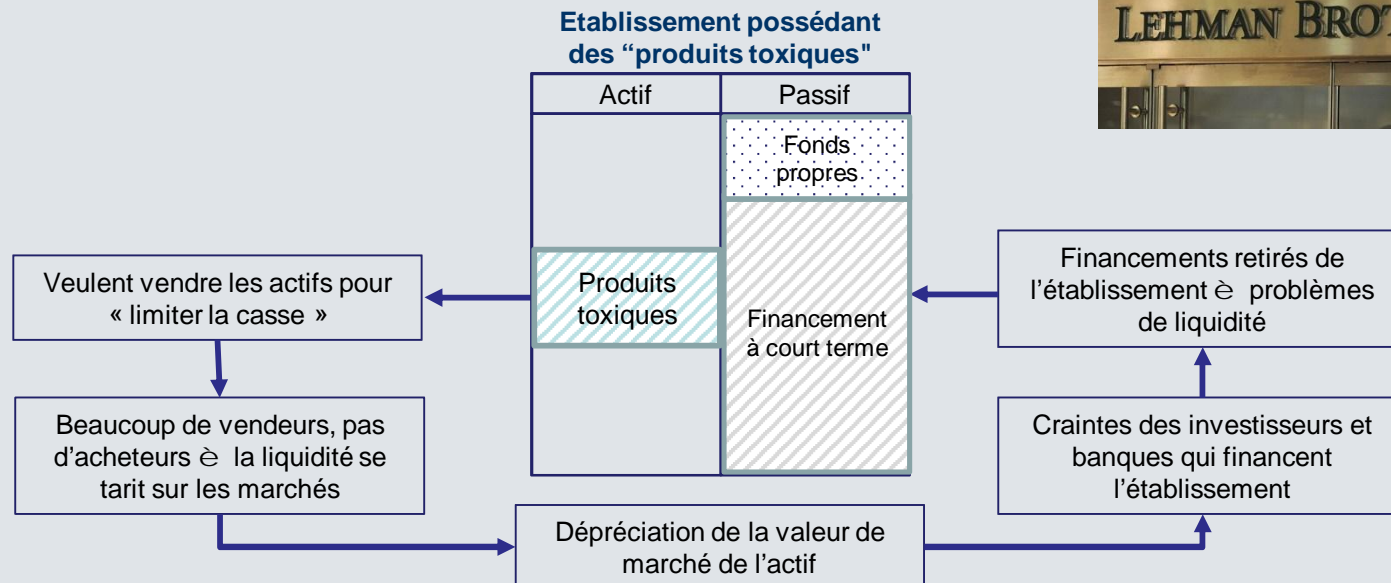
## Fonds commun de créances



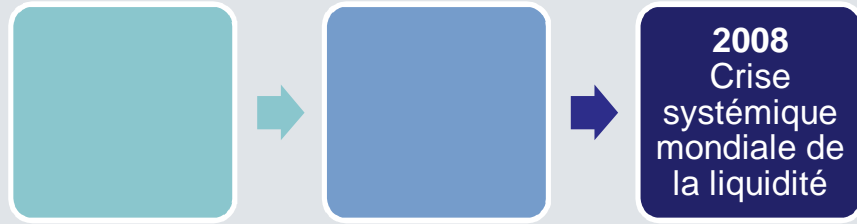
# 2008: Des établissements financiers importants subissent la perte de valeur et la crise de liquidité



- ▶ **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.

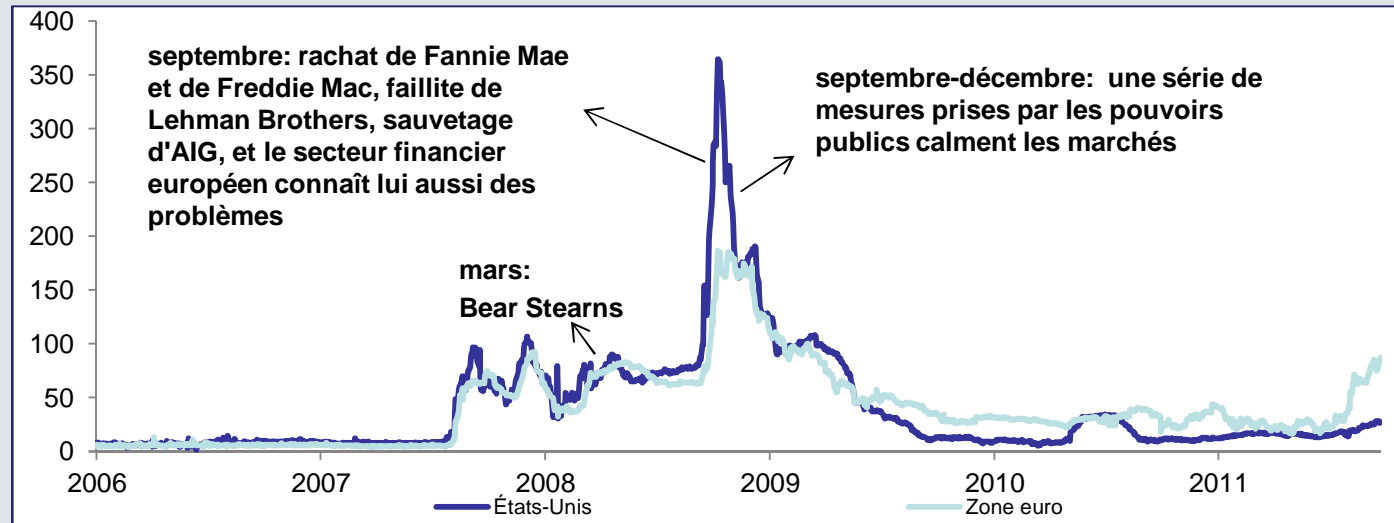


# 2008: Contagion de la crise financière américaine au secteur financier mondial



- ▶ 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.

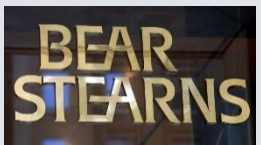
Indicateur de méfiance entre les banques<sup>1</sup>



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



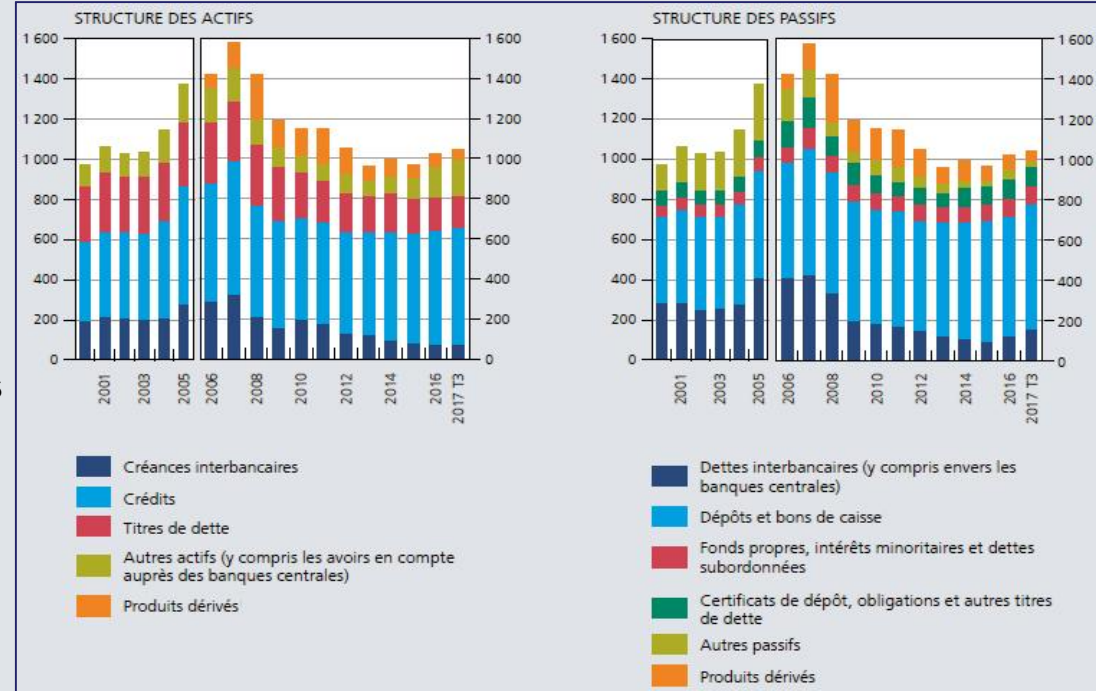
# 2008: Intervention des autorités et début des réformes dans le secteur bancaire

## 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

