

Institut français des relations internationales

ifri

ramses

2017

Rapport annuel mondial sur le système économique et les stratégies
Sous la direction de Thierry de Montbrial et Dominique David

Avec 7 vidéos

DUNOD

Publié par Dunod pour l'Institut français des relations internationales

►► Quels risques de crise financière ?

Entre leçons des crises anciennes et découverte des crises nouvelles

Après 2008 ont été mises en place des mesures qui permettaient de mieux contrôler les effets d'un éclatement des bulles financières. Mais de nouveaux chocs financiers ne peuvent être exclus. Non plus qu'une croissance durablement faible qui susciterait quant à elle une grave crise économique et politique.

Le monde n'est pas encore complètement sorti des suites de la crise financière de 2007-2008, et la question se pose déjà du risque d'une nouvelle crise. L'histoire économique nous apprend que les crises financières du passé, y compris la plus récente, ont en commun de ne pas avoir été prévues. En fait, elles ont toutes été précédées de signaux divers, qui ont été généralement ignorés ou sous-estimés. La prudence s'impose donc dans l'interprétation des alertes. Mais il est possible et nécessaire d'identifier les risques et déséquilibres financiers à un moment donné, même si l'on ne peut prévoir ni quand ni comment ils déboucheraient sur une nouvelle crise. Il y a à cela une raison fondamentale, qui n'est pas l'incompétence des économistes en matière de prévision, mais la nature même des crises. Toute crise est une rupture, rupture de confiance dans un système devenu instable, qui se propage brutalement comme un orage dans un système nuageux. Et même si les facteurs d'instabilité sont identifiés, il est impossible de prévoir s'ils vont se corriger par étapes ou brutalement. La Bourse n'est pas plus efficace que les économistes à cet égard, ayant prédit, comme l'aurait dit Paul Samuelson, « douze des six dernières récessions »...

Il n'y a pas de crise financière sans bulle de crédit, bulle dont la rupture brutale entraîne une cascade de pertes dans l'économie, et éventuellement une crise. Sans détailler une fois de plus les causes et effets de la crise actuelle, il est utile de les identifier et d'examiner leur évolution. Certains de ces déséquilibres sont toujours là, et les réactions à la crise en ont ajouté d'autres. Ces déséquilibres présentent-ils un risque systémique, c'est-à-dire un risque de propagation au reste du système financier ? Et quels sont les risques économiques en l'absence de risques financiers directs ?

►► Les réactions à la crise de 2008

Avant la crise de 2008 et depuis le début du siècle, la combinaison de facteurs financiers (taux d'intérêt bas) et politiques (promotion de l'accession à la propriété) a créé une bulle immobilière aux États-Unis, qui s'est manifestée par le

développement de crédits hypothécaires très risqués, les « crédits *subprime* ». Le laxisme des régulateurs américains et le manque de scrupules – c'est un euphémisme – des agents financiers (courtiers immobiliers, banques d'investissement, agences de notation) ont permis ce développement et, plus gravement, la diffusion de masses d'obligations théoriquement sans risque, et en fait « pourries », dans le système bancaire international. L'ingrédient classique d'une crise financière : l'excès de liquidités permettant une bulle de crédit, était donc en place.

L'élément nouveau a été la globalisation financière, qui a transformé une crise immobilière américaine en début de crise financière mondiale. Ajoutons que les signaux d'alerte apparus dès 2006-2007 ont été dans l'ensemble ignorés par les banques et les marchés – pour des raisons clairement décrites dans un film sorti fin 2015, *The Big Short*. L'effet de levier des produits dérivés a multiplié les pertes, et le risque systémique a été révélé par la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008. Une crise mondiale majeure a été évitée par l'action déterminée des banques centrales, Réserve fédérale des États-Unis (Fed) et Banque centrale européenne (BCE), et l'intervention des pouvoirs publics dès l'été 2007 et surtout fin 2008.

Près de dix ans après, les réactions à la crise ont créé deux changements majeurs de l'environnement financier mondial, qui auront un rôle dans une crise future :

- Un changement sans doute durable : le renforcement considérable des réglementations financières (principalement banques et assurances), avec des exigences de fonds propres et de liquidités qui ont pour objectif de réduire à la fois les risques de faillite de chaque entreprise financière et le risque systémique de propagation d'une faillite isolée.
- Un changement conjoncturel mais qui dure : des taux d'intérêt très bas, voire négatifs, pour le dollar et l'euro, et un gonflement massif des bilans de la Fed et de la BCE par l'achat d'obligations, principalement publiques.

►► Questions pour une prochaine crise

Ce bref rappel de faits connus éclaire la question des risques de future crise :

- Où sont les bulles financières existantes et potentielles ?
- Quels sont les facteurs permettant le développement de ces bulles ?
- Qu'est-ce qui provoquerait un éclatement ou un dégonflement brutal et incontrôlable de ces bulles ?
- Ce risque peut-il être évité ?

Le risque de crise économique est cependant peut-être moindre aujourd'hui que celui d'une croissance économique mondiale trop faible pour éviter les risques politiques du populisme et de l'isolationnisme, et le cercle vicieux de récession qu'ils promettent.

► Les bulles financières

Si l'on caractérise une bulle financière par un gonflement, basé sur le crédit, de la valeur de certains actifs, on peut en identifier deux aujourd'hui :

- *Une bulle obligataire* résultant des politiques monétaires menées par les deux principales banques centrales, Fed et BCE, pour réagir à la crise, tenter de relancer les économies et éviter la déflation. Les taux très bas des emprunts

d'État à long terme ne sont justifiés que s'il n'y a pas de retour de l'inflation au niveau de 2 % visé par les banques centrales, ce qui est l'anticipation actuelle des marchés. Mais cela peut changer, notamment en cas de choc géopolitique (conflit majeur), ou si les efforts de relance économique réussissent beaucoup mieux que prévu, avec une inflation trop forte. Dans ce deuxième cas – pour le moment peu probable –, les banques centrales remonteraient leur taux plus vite, et l'anticipation de ce mouvement amplifierait la baisse du prix des obligations. Des échéances politiques peuvent aussi changer la donne et les anticipations, comme les élections allemandes et américaines, ou le remplacement de Mario Draghi à la présidence de la BCE à l'expiration de son mandat non renouvelable au 1^{er} novembre 2019.

- *Une bulle du crédit intérieur en Chine.* Les efforts du pouvoir chinois pour maintenir un taux de croissance supérieur à 6 % ont eu pour effet un gonflement de la dette intérieure, cumul de la dette publique et des dettes des entreprises et des ménages. De plus, une partie de cette dette est portée par des banques dont on pense qu'elles ont à leur bilan des volumes importants de créances douteuses sur des entreprises publiques, créances mal provisionnées donc surévaluées. Enfin, il y a un volume important, mais mal connu, de crédit hors système bancaire. Le dégonflement de la bulle chinoise pourrait être mal contrôlé par le pouvoir central, le résultat dépendant de la capacité de gestion de ce dernier. Sa mauvaise gestion de la bulle de spéculation boursière, qu'il a provoquée puis cassée en 2015, n'est pas de bon augure.

Ces deux bulles sont, de plus, liées du fait de la masse d'emprunts d'États en dollars et en euros que détient la Chine. Si elle devait les vendre, suite par exemple à une fuite de capitaux, ou parce qu'elle anticiperait une hausse forte des taux – donc une baisse de valeur des obligations –, cela aurait un effet accélérateur de l'éclatement de la bulle obligataire. C'est un scénario possible de nouvelle crise financière mondiale, par défaut de coordination des principaux acteurs.

▶ **Le risque d'éclatement des bulles et de propagation des faillites**

Qu'il s'agisse des banques centrales ou du gouvernement chinois, l'un et les autres ont de bonnes raisons politiques pour prolonger l'existence de ces bulles et éviter les ruptures brutales. Mais certains facteurs externes peuvent aussi changer rapidement la situation. Il y a quelques raisons de se rassurer, si l'on se réfère à la crise précédente, en relevant les différences de situation. Mais cette référence à la crise précédente tempère aussi tout optimisme : les crises se suivent mais ne se répètent pas.

Différence d'abord dans la solidité des banques internationales : les règles imposées depuis 2008 ont eu pour effet un accroissement important de leurs fonds propres et une réduction de leur risque de liquidité. Les banques sont dans l'ensemble mieux armées pour résister par leurs propres moyens à une dévaluation de leurs actifs. Au moins dans certaines limites, car elles portent des emprunts d'État, dont la perte de valeur serait la cause de la crise alors qu'ils sont traités comme non risqués par les régulateurs. Il faut aussi tempérer l'optimisme car la construction de l'Union bancaire européenne n'est pas achevée.

Autres différences : des progrès ont été faits dans la transparence des risques, notamment ceux associés aux produits dérivés ; les volumes des opérations de

marché des banques ont été relativement réduits ; la coordination entre banques centrales, qui a déjà évité une crise en 2007, a été renforcée, de même que celle entre régulateurs de la finance.

En ce qui concerne les risques associés à la dette intérieure chinoise, on peut relever que cette dette est précisément intérieure et implique peu le reste des banques et des marchés mondiaux. En revanche, un problème intérieur chinois pourrait avoir des conséquences sur l'activité et le PIB du pays, ce qui, compte tenu du poids de l'économie chinoise, aurait des répercussions mondiales.

► Une nouvelle guerre des monnaies ?

Une répétition de la crise de 2008 ne paraît pas très probable mais n'exclut pas des chocs financiers, par éclatement ou dégonflement rapide des bulles financières qui ont succédé à cette crise, avec des conséquences sur l'économie réelle.

D'autres risques financiers doivent également être évoqués :

- Une nouvelle crise de la zone euro : repoussée pour le moment en ce qui concerne la Grèce, une telle crise reste possible du fait de la faiblesse voire de l'absence de progrès dans l'intégration économique européenne. L'euro reste une monnaie « incomplète », avec les tensions politiques qui résultent des différences durables de productivité entre les pays membres, et la montée des populismes qu'elles entraînent.
- Le risque de « guerre des monnaies », évité jusqu'ici malgré les tentations qui résultent de la faiblesse ou de l'insuffisance de la croissance de telle ou telle zone monétaire.

►► Et la croissance dans tout cela ?

Il est toujours tentant mais dangereux d'extrapoler les tendances récentes. La faiblesse relative des reprises économiques après la crise de 2008 a conduit à la publication de beaucoup de papiers sur le thème : le monde est entré dans une phase durable de croissance faible, pour diverses raisons, dont le vieillissement dans certains grands pays, le ralentissement voire le recul de la productivité, l'excédent d'épargne par rapport à l'investissement. Si la croissance plus faible d'aujourd'hui entraîne une montée du protectionnisme, une guerre des monnaies, et un recul de la globalisation, cela aggravera encore le ralentissement économique et créera un cercle vicieux débouchant sur une nouvelle crise, non pas financière mais économique et politique, bien plus grave que la crise financière de 2008. C'est le risque le plus grave des prochaines années.

A. L.-L.

POUR EN SAVOIR PLUS

« Buttonwood: Working Hard for the Money », *The Economist*, vol. 419, n° 8992, 4-10 juin 2016.

« Financing the Economy: New Avenues for Growth », *Financial Stability Review*, n° 19, Banque de France, avril 2015.

D. Elliott, S. Salloy et A. Oliveira Santos, « Assessing the Cost of Financial Regulation », *IMF Working Paper*, Fonds monétaire international, septembre 2012.