

Crise financière, crise économique, Analyse et perspective

François Leroux
HEC Montreal

Nov.2008

Ce qui caractérise la crise:

- Le grippage (au sens mécanique du terme)
- Les dysfonctionnements profonds et durables
- Incapacité de l'autocorrection
- Les échecs de marchés (*market failures*)
- La nécessité d'un changement structurel
- L'intervention des autorités gouvernementales

Éléments constitutifs des crises financières:

- Surprise
- Anormalités des situations et des comportements
- Éléments de danger

Deux décennies contrastées

- Dix ans de crise (les années 88-97)
- Suivis de dix ans de calme total (1997-2007)
sur le front des crises bancaires, des crises
financières ou des crises de change

Dix ans de crises (1988-1997)

- Crise des Savings and Loan
- Crise du système monétaire européen
- Crise bancaire en Scandinavie
- Crise asiatique
- Crise russe
- Long Term Capital Management

Crise des Savings and Loan 1987-1992

Origines:

- Structure de financement inadéquate des Savings and Loan
- Réaction de la Fed aux pressions inflationnistes

Conséquence: Faillite de 747 S&L

Coût: Plan de soutien et de fermeture de S&L de 153 milliards de dollars (3.5 % du PIB de 1986)

Coût final: 2.8 % du PIB

Impact: Récession prolongée aux États-Unis, puis en Europe.

Crise japonaise 1990-2001

Origines:

- Gonflement des prix de plusieurs classes d'actifs
- Chute spectaculaire du Nikkei
- Crise bancaire majeure (limites du modèle Rhénan)

Réactions:

- Lentes et tardives des banques et des autorités monétaires
- Prise de provisions sous-estimées
- Maximum de créances douteuses 33% en 1998
- Maintien de taux d'intérêt très bas

Coût:

- Un plan de 500 milliards de \$ pour assainir les banques

Conséquences:

- La « décennie perdue »
- Le risque de déflation
- Grave récession au Japon sans effet de contagion

Crise asiatique 1997-1998

Origines:

- Gonflement du prix des actifs et surchauffe
- Expansion trop rapide du crédit
- Afflux de capitaux extérieurs
- Marché interbancaire mal rodé

Manifestations:

- Crises jumelles (Twin Crises)
- Dévaluation des monnaies asiatiques
- Dépréciation des indices boursiers.

Réactions:

- Assez vives et rapides
- Fermeture et restructuration de banques
- Mise en place de société de recouvrement
- Début de l'accumulation des réserves par les banques centrales de la région

Même si toutes ces crises ont quelques points communs, elles étaient de nature différente.

Succession plutôt que répétition.

Contagion, propagation et contamination.

Effet de débordement (spill over) , effet de mousson.

Les réponses aux crises bancaires et financières

L'arsenal des autorités monétaires,
réglementaires et politiques

- Le désarroi face aux « Twin Crises »
- Les limites de la politique monétaire

Le dilemme de la pratique du prêteur de dernier ressort («*Lender of Last Resort*»)

« L'incertitude créative »

Fallait-il abandonner Lehman Brothers ?

La théorie et la pratique:

- Comment faire la distinction entre les problèmes de liquidité et les problèmes de solvabilité

Les banques sont-elles des biens d'inspection ou des biens d'expérience?

Les produits financiers sont-ils des biens d'inspection ou des biens d'expérience?

Après la crise asiatique et face à la mondialisation des besoins de coordination entre:

- Les banques centrales
- Les organismes de surveillance et de régulation

- Les 25 principes de Bâle (BRI)
- Évaluation des secteurs financiers (FMI)
- Rôle de la BRI
- Rôle des banques centrales
- Rôle des autorités de surveillance
- Intérêt nouveau pour la stabilité financière

Rôle du marché interbancaire international (MII) dans la propagation de la crise actuelle

- Les avatars du LIBOR
- Le spread LIBOR/T-bills

Les réactions classiques sur le MII en période de tension

- Le raccourcissement des échéances
- L'accroissement du spread
- Le retranchement des dépositaires
- L'étagement (Tiering)

Rappel sur les outils analytiques pertinents: les 4A et les 4I

- ✓ **A**symétrie d'information
- ✓ **A**léa moral
- ✓ Sélection **A**dverse
- ✓ Théorie de l'**A**gence
- ✓ Incertitude
- ✓ Incitation
- ✓ Innovation
- ✓ Imitation

Les causes de la crise actuelle:

- Les folies d'Alan Greenspan
- Les abus de l'effet de levier
- Les surprises des innovations financières non testées
- Les ravages de l'opacité des instruments
- Les illusions des *Rocket Scientists*
- Les illusions associées au rating
- Les illusions de la croissance éternelle
- La logique des bulles spéculatives

Les erreurs de conception sur les produits

- La titrisation et l'assurance des obligations
- Le marché des dérivés de crédit
- Les dangers du non appariement des produits titrisés et des sous-jacents
- La liquidité: l'invitée oubliée du couple risque-rendement

Le contexte idéologique

- Non intervention
- L'autoréglementation a ses limites
- « If it's not broken, don't fix it »
- Les illusions du « darwinisme économique »

Les manifestations de la crise actuelle:

- Ce que l'on voit
- Ce que l'on entrevoit
- Ce que l'on ne connaît pas

L'Économie réelle et l'économie financière

- La crise actuelle est-elle une illustration de l'inversion de la causalité de la contamination?
- Retour sur la crise japonaise et sur la crise asiatique

Les limites de la politique monétaire

- Quand les taux d'intérêt sont trop bas la politique monétaire perd la majeure partie de son efficacité
- Alors, inflation ou déflation ?

Quand on regarde l'allure de la courbe de taux d'intérêt ou l'évolution des prix des obligations à taux réel on voit que le marché craint beaucoup plus l'inflation que la déflation.

Même s'il est bien difficile de le mesurer on assiste sûrement à l'heure actuelle à une réduction de la vitesse de circulation de la monnaie, ce qui favorise les pressions déflationnistes

La solidité des institutions bancaires canadiennes

- L'asymétrie d'information
- Interprétation des signaux:
 - Stabilité de la notation
 - Pas de « *Shot-gun marriage* »
 - Les intentions de la Banque Royale
 - Etc.
- La diversification des activités

La solidité du système financier canadien

- L'accident majeur du papier commercial adossé à des actifs
- Le risque de contamination du secteur des assurances
- Faut-il regretter le temps des 4 piliers ?

Les points forts pour l'économie canadienne

- Les nombreuses années de budget équilibré
- Les possibilités de mener une politique contra-cyclique
- La rareté au niveau mondial des ressources et de l'énergie

L'économie réelle:

➤ Les dangers de la pensée magique

- Récession
- Immobilier
- Etc.

➤ La dépendance structurelle de l'économie américaine

➤ Mondialisation vs protectionnisme?

Problèmes immédiats des entreprises

•

- L'accès au crédit
- Le coût du crédit
- Risque de segmentation sectorielle (ou géographique)
- La sévérité des conditions restrictives (covenants)
- Les limites de l'offre de collatéral
- La gestion de la liquidité
- La compression de la demande
- L'augmentation du risque contractuel

Deux questions majeures:

- Est-ce le temps d'ajouter de la capacité si l'on envisage un ralentissement sérieux?
- Pourquoi les banques prêteraient-elles à leurs clients si elles refusent de se prêter entre elles?

•

- À court terme les banques et les entreprises obéissent à des objectifs de gestion diamétralement opposés.
- Quel est le pouvoir de conviction des autorités gouvernementales pour inciter les banques à assouplir leurs conditions de crédits?

La récession et ses conséquences

- Quel type de récession ?
- Tension probable sur certains segments du marché obligataire
- Tension probable sur les caisses de retraite à prestation définie

- Quel effet sur le marché de l'emploi ?
- Manque-t-on vraiment de main d'œuvre au Québec ?
- Le coussin des baby-boomers

Dommmages collatéraux de la crise

- L'antigouvernementalisme
- Le mythe du marché comme régulateur unique
- Le mépris de l'épargne
- Bâle II
- Les hedge funds
- Etc...

Le temps est un bien incompressible

- La locomotive américaine mettra du temps a repartir
- Le consommateur est a bout de souffle
- Faut il attendre des miracles des exportations?
- Il faudra du temps, par définition incompressible, pour assainir la situation

•

« Black Swans and Fat Tails »