



VERS UNE CRISE FINANCIÈRE SIMILAIRE À CELLE DE 2008 ?

Par Matthieu HOCQUE, Directeur adjoint des études du Millénaire
William THAY, Président du Millénaire



AVANT-PROPOS

La crise de 2008 est encore dans tous les esprits. Par sa brutalité ainsi que par sa durée, elle a marqué l'économie internationale en plongeant le monde occidental dans un continuum de crises économiques que les décideurs publics n'arrivent pas à enrayer. Ainsi, la crise de 2008 pourrait être revu a posteriori comme un élément marquant la fin du cycle néolibéral ouvert par Margaret Thatcher et Ronald Reagan dans les années 80.

Dès lors qu'une banque américaine importante fait faillite, la comparaison avec l'emblématique faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 est toute trouvée, ce qui a été le cas pour la faillite de la Silicon Valley Bank (SVB) en mars 2023. **Depuis mars 2023, le secteur bancaire doit affronter sa pire crise depuis septembre 2008.** Le 28 avril 2023, une nouvelle banque américaine, First Republic, a fait faillite. La valeur de la banque a été divisée par 30 en un seul trimestre, avec une valorisation boursière de 20 milliards d'euros début 2023 à 654 millions le vendredi 28 avril.

Cette nouvelle faillite soulève deux craintes pour l'avenir bancaire mondial. D'une part, la crise bancaire de mars 2023 n'est pas juste la résultante d'un effet de panique bancaire localisé dans le temps et dans le secteur spéculatif des nouvelles technologies comme les cryptomonnaies. D'autre part, nous vivons peut-être non pas le mois de septembre 2008, mais plutôt le mois de septembre 2007 avec la faillite moins connue de la Northern Bank au Royaume-Uni que les autorités monétaires avaient sous-estimées à l'époque. A quoi ressemble la crise bancaire de 2023 ? Finalement, comme en 2007, le pire est peut-être devant nous.

AVANT-PROPOS	2
<i>A quoi ressemble la crise bancaire de 2023 ?.....</i>	4
Contexte bancaire depuis la crise sanitaire	4
L'impact des mesures menées contre la pandémie.....	5
Une exposition accrue aux risques de crédit	6
La remontée des taux d'intérêt	7
Trois séries de faillites emblématiques en mars/avril 2023	10
Mars 2023 : les faillites de Silvergate Bank, Silicon Valley Bank et Signature Bank.....	11
Mars 2023 : la faillite du Crédit suisse.....	13
Avril 2023 : la faillite de First Republic	14
<i>Une crise bancaire sur le modèle de 2008 en Europe ?</i>	15
Un précédent : la crise de 2008 et ses incidences sur la réglementation bancaire européenne	16
La crise financière de 2008	16
De nouvelles réglementations bancaires après la crise de 2008.....	19
Similarités et divergences entre les crises	23
Quelles similarités ?	23
Quelles divergences ?	25
<i>L'avenir des banques européennes : 3 scénarios</i>	28
Scenario 1 : Un risque qui remonte brutalement par le biais des États-Unis	28
Risque sur la dette des ménages américains	28
Vers l'explosion de bulles ?.....	31
La politique monétaire de la FED.....	32
Un secteur bancaire américain à risque ?	34
La confiance dans les banques et l'hypothèse des bank run	35
Scenario 2 : Un risque transféré sur les pays du Sud	36
Scénario 3 : Un risque contenu en Europe, mais des faillites bancaires marginales	37
CONCLUSION	40

A QUOI RESSEMBLE LA CRISE BANCAIRE DE 2023 ?

CONTEXTE BANCAIRE DEPUIS LA CRISE SANITAIRE

Depuis le début de la pandémie de Covid-19, les banques ont été confrontées à des défis sans précédent, notamment en raison de l'impact économique des confinements, mais également de l'inflation due à la crise énergétique et à la perturbation des chaînes de valeur.

Avec la reprise économique, **les banques ont dû faire face à une forte demande de crédit de la part d'entreprises et de ménages**, tandis que les risques de défaut de paiement et de faillite d'entreprises et des ménages ont augmenté. Elles ont aussi été prises en étau face à l'inflation. En effet, elles ont eu à contenir une inflation historique depuis les années 1980 tout en accompagnant la reprise économique liée à la consommation après les confinements. Cette double tendance a un impact significatif sur le financement des économies des pays avancés alors même que les différents acteurs publics et privés ont accru leurs besoins en financement.

Ainsi, la reprise économique avec la fin des restrictions et la levée des confinements, a accru la demande des ménages créant un décalage entre l'offre et la demande conduisant à l'inflation. Celle-ci s'est renforcée par la demande de financement accrue des acteurs économiques, qui a augmenté la masse monétaire en circulation dans l'économie réelle (à la différence des politiques monétaires expansionnistes des banques centrales dans les années 2010 notamment en Europe qui touchait principalement les marchés financiers). Pour y répondre, **les banques centrales ont dû restreindre la masse monétaire en circulation par une politique monétaire plus restrictive à commencer par une hausse des taux d'intérêt**. Cette politique monétaire classique en période de forte inflation, doit permettre de contenir

la demande et ainsi la réguler avec l'offre pour baisser le niveau d'inflation, en application des thèses monétaristes appliquées depuis les années 1980.

L'impact des mesures menées contre la pandémie

La crise bancaire actuelle ne s'explique pas uniquement par la crise sanitaire, mais l'impact de cette dernière demeure considérable.

D'un côté, les mesures de confinement prises pour limiter la propagation du virus ont eu un impact significatif sur le financement de l'activité économique. La chute brutale et sans précédent de l'activité économique a plongé les banques dans une situation inédite. En effet, l'ensemble des acteurs économiques ont été perturbés par les confinements qui ont stoppé la consommation des ménages. **L'arrêt de l'activité et les dispositifs de chômage partiel ont contribué à diminuer le revenu des ménages**, ce qui a rendu plus difficile le remboursement de leurs dettes.

De l'autre côté, les pouvoirs publics ont demandé aux banques de soutenir l'activité économique en appuyant ces mesures de soutien aux entreprises pour éviter une crise économique de plus grande ampleur. En effet, la diminution brutale du chiffre d'affaires des entreprises a accentué leur besoin en financement. Les banques ont donc été appelées à mettre en œuvre ces mesures de soutien. Ainsi, les banques ont dû faire face à :

- une augmentation des demandes de report de remboursement de prêts ;
- une restructuration ou une prolongation de dettes existantes ;
- un octroi de nouveaux prêts pour aider les entreprises.

Ces dispositions bancaires se sont faites dans un contexte d'incertitude économique et de volatilité des marchés qui rend plus difficile pour les banques la capacité de lever des fonds sur les marchés financiers. De ce fait, les banques ont éprouvé à la fois une difficulté à mobiliser des liquidités sur les marchés financiers (les rendant dépendantes du marché monétaire), tout en devant octroyer de liquidités pour leurs clients. Le bilan des banques (actif et passif) s'est donc dégradé en raison de la crise sanitaire.

Une exposition accrue aux risques de crédit

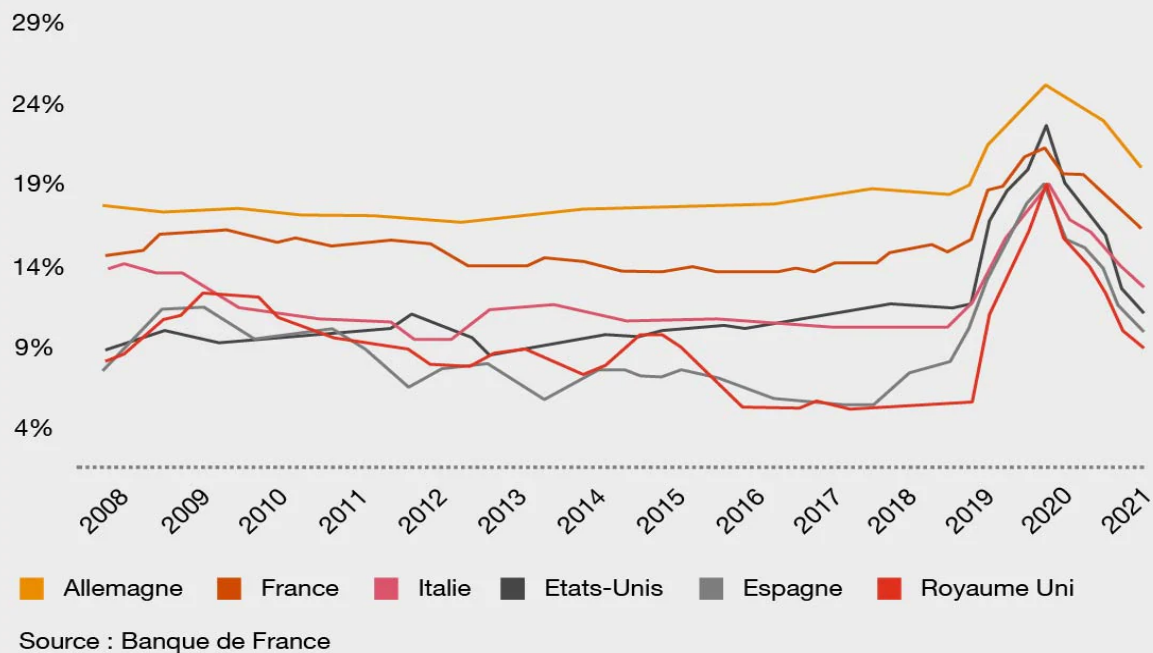
La guerre en Ukraine, la crise énergétique et la perturbation des chaînes de valeur ont entraîné une inflation record depuis les années 1980. Cette inflation nouvelle a fragilisé encore plus la santé financière des banques pour plusieurs raisons.

Premièrement, **leur exposition aux risques de crédit n'a jamais été aussi importante que depuis la crise financière de 2008**. L'inflation a fragilisé les ménages (sur leur reste à vivre) et les entreprises (sur la capacité à générer des bénéfices en renchérissant leurs coûts de production). Ainsi, **le secteur bancaire a dû faire face à un risque de crédit accru à cause d'une augmentation du risque de défauts de paiement**. Selon France Stratégie¹, on comptait en France 5 % d'entreprises zombies juste avant la crise sanitaire, soit près de 200 000 entreprises zombies. Elles piégeaient 4 % du capital productif et menaçaient 5,3 % de l'effectif salarial. Il s'agit d'autant d'entreprises qui ont été maintenues en vie artificiellement par les pouvoirs publics. En effet, les mesures de soutien à l'activité lors de la crise sanitaire ont permis de réduire de 39% les défaillances d'entreprises. Pour autant, ces entreprises présentent un risque de défaut de paiement des plus importants, menaçant le financement de l'activité économique. Ainsi, l'actif des banques (leur crédit) s'est considérablement dégradé lors de la crise sanitaire tant au niveau de leur clientèle « entreprises » que « particuliers ».

Deuxièmement, le secteur bancaire a dû subir une pression sur la liquidité. En effet, pendant la crise sanitaire, les ménages ont augmenté leur niveau d'épargne puisque les commerces et les lieux de consommation étaient fermés. Selon la Banque de France, le taux d'épargne en 2021 s'est établi à près de 19% contre une moyenne de 9% depuis la crise financière de 2008.

¹ https://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/fs-2022-dt-zombies_et_defaillance-septembre_2022_0.pdf

Taux d'épargne en France de 2008 à 2021



letsgofrance.pwc.fr

L'épargne des Français : un potentiel non exploité

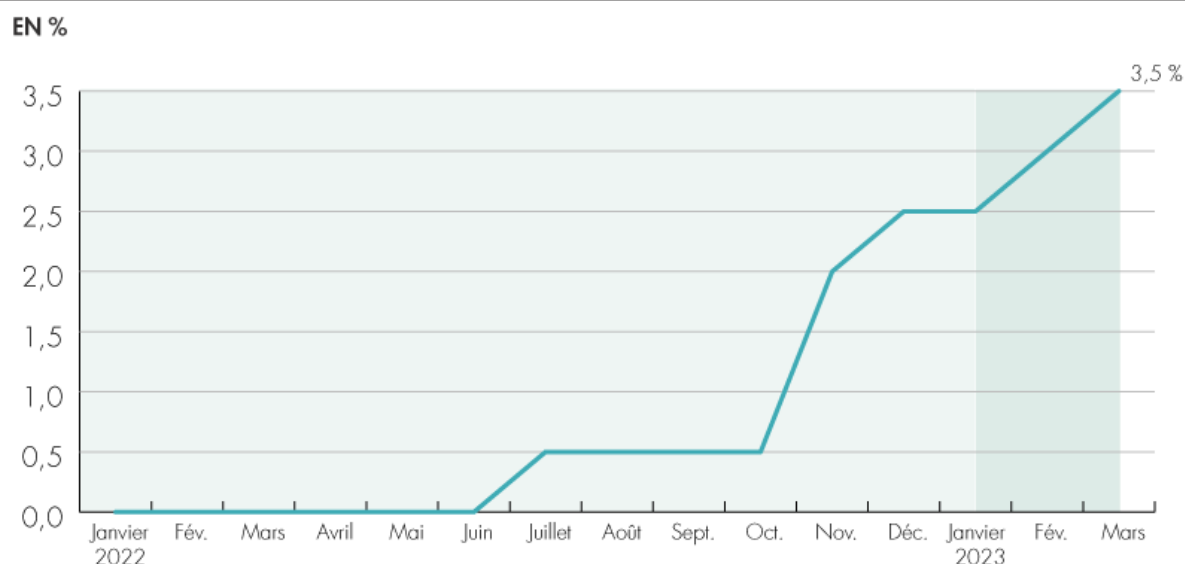
Après la fin des confinements, les Français ont de nouveau pu consommer. Seulement, avec l'inflation record sur l'année 2022 (+5,9% en France), le pouvoir d'achat issu de cette épargne exceptionnelle a diminué pour de nombreux biens de première nécessité (alimentaire, carburant, grande consommation). Pour faire face à cela, les clients des banques ont augmenté leur demande de liquidité en sortant de l'argent de livrets d'épargne. Les banques se sont retrouvées à devoir honorer des retraits inattendus et à fournir davantage de prêts que prévus.

La remontée des taux d'intérêt

Depuis 2012, la Fed et la BCE ont conduit des politiques accommodantes au cours des mandats de Ben Bernanke (Fed) et de Mario Draghi (BCE). Les économies américaine et européennes ont pu bénéficier d'une dizaine d'années de crédits peu chers en raison d'abaissements successifs des taux directeurs.

Avec l'inflation issue de la crise énergétique et de la Guerre en Ukraine, la donne change. En effet, à partir de juin 2022, la BCE suit la Fed et commence à rehausser ses taux directeurs. Le graphique ci-dessous présente la dynamique du taux de refinancement, à savoir le taux auquel les banques commerciales (BNP, Société Générale, BPCE, LCL, etc.) peuvent emprunter auprès de la banque centrale. Ce taux permet à la BCE de piloter la création monétaire par l'intermédiaire de l'octroi de crédits. Plus il est haut, plus les banques commerciales sont encouragées à réduire l'octroi de crédits à leurs clients (entreprises et ménages) avec des taux et des conditions moins favorables. Le taux directeur de la BCE a été multiplié par 7 en 6 mois.

PRINCIPAL TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR DE LA BCE

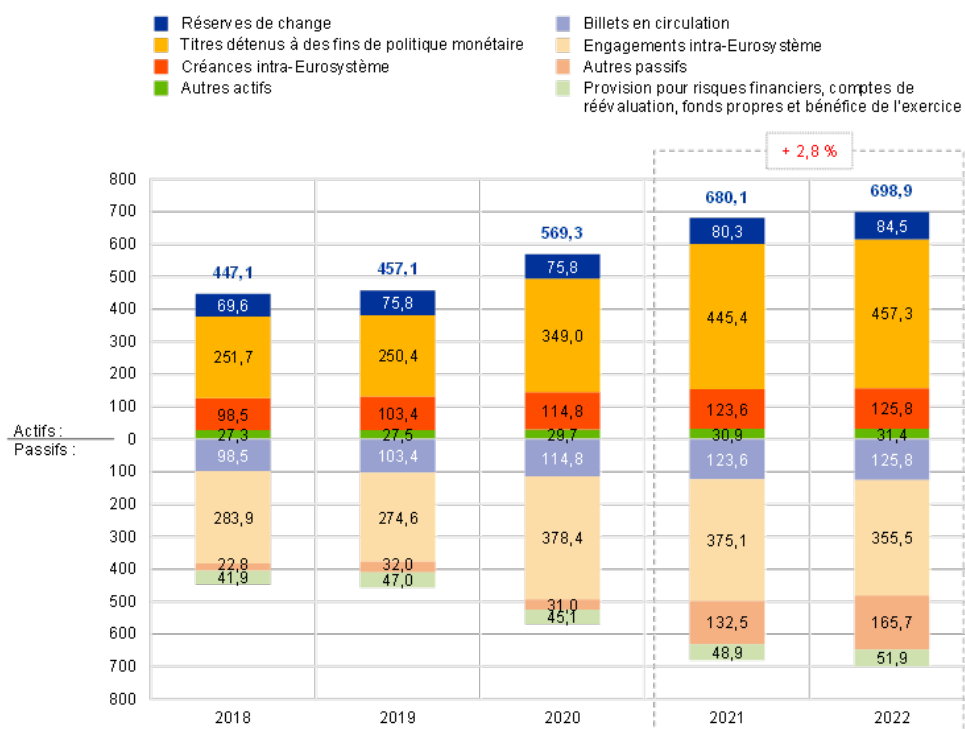


Source : lafinancepourtous.com d'après BCE



Toutefois, pour contrer l'inflation qui sévit dans le monde occidental, la remontée seule des taux d'intérêt n'est pas une réponse suffisante. En effet, **les banques centrales ont accompagné ce relèvement des taux d'intérêt par une réduction de leur bilan**. Le bilan d'une banque centrale se compose principalement d'actifs, tels que des titres d'État et des obligations d'entreprises, ainsi que de passifs, tels que la monnaie en circulation et les réserves des banques commerciales.

Évolution du bilan de la BCE jusqu'à fin 2022 (en milliards d'USD)²



Pour soutenir sa politique monétaire expansionniste, **le bilan de la BCE a poursuivi une hausse atteignant 698,9 milliards d'euros**, principalement des titres en euros acquis dans le cadre de deux programmes de la BCE :

- Le **Programme d'achats d'actifs (APP)** lancé par la BCE en 2015, et prolongé plusieurs fois jusqu'à la guerre en Ukraine, pour stimuler l'économie de la zone euro qui sortait de la crise des dettes souveraines et relancer la croissance par la demande. Le programme consiste à acheter des titres d'État et des obligations d'entreprises sur les marchés financiers, ce qui stimule la demande de ces titres et fait baisser les taux d'intérêt ;
- Le **Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP)** lancé par la BCE en mars 2020 pour atténuer les effets économiques négatifs de la crise sanitaire. Le PEPP a été conçu pour fournir une aide financière supplémentaire aux économies de la zone euro en achetant des obligations d'État, des obligations d'entreprises, des titres adossés à des créances et d'autres actifs financiers.

² [Rapport annuel 2022 de la BCE](#), publié en mars 2023.

Désormais, la BCE a commencé à réduire son bilan au début de l'année 2023³, une position pour laquelle le gouverneur de la Bundesbank a longtemps plaidé. Ainsi, la BCE a annoncé réduire son programme APP d'un rythme mesuré et progressif à hauteur de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à juin 2023. La BCE prévoit donc de diminuer de 12,88% (soit 90 milliards d'euros) son bilan en 6 mois avant de réajuster sa politique en fonction de la persistance de l'inflation ou non. Concrètement, la BCE ne renouvellera pas ses investissements dans les titres qui arrivent à échéance en juin 2023. En revanche, la BCE maintient son PEPP à minima jusqu'à la fin 2024, puisque le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de ce programme. Cela permet à la BCE de compléter sa politique de relèvement des taux d'intérêt par la vente des actifs de son bilan. Elle concourt à réduire l'offre de liquidités sur le marché et augmente leur valeur donc les taux d'intérêt.

TROIS SERIES DE FAILLITES EMBLEMATIQUES EN MARS/AVRIL 2023

Les banques doivent faire face à un basculement inédit. En souhaitant lutter contre l'inflation, les autorités monétaires opèrent un relèvement des taux d'intérêt et une réduction de leur bilan. **Cela aboutit à une réévaluation des actifs et des passifs alors que l'économie réelle de la zone euro n'est pas dynamique.** Rappelons que le taux de croissance prévisionnel de la zone euro ne devrait pas excéder les 1%, aboutissant à une situation similaire aux années 1980 de stagflation (faible croissance, forte inflation).

Ce décalage entre la sphère monétaire et la sphère réelle est générateur de crises qui couvent, **les premières faillites bancaires du mois de mars 2023 en sont un premier signe d'alerte.**

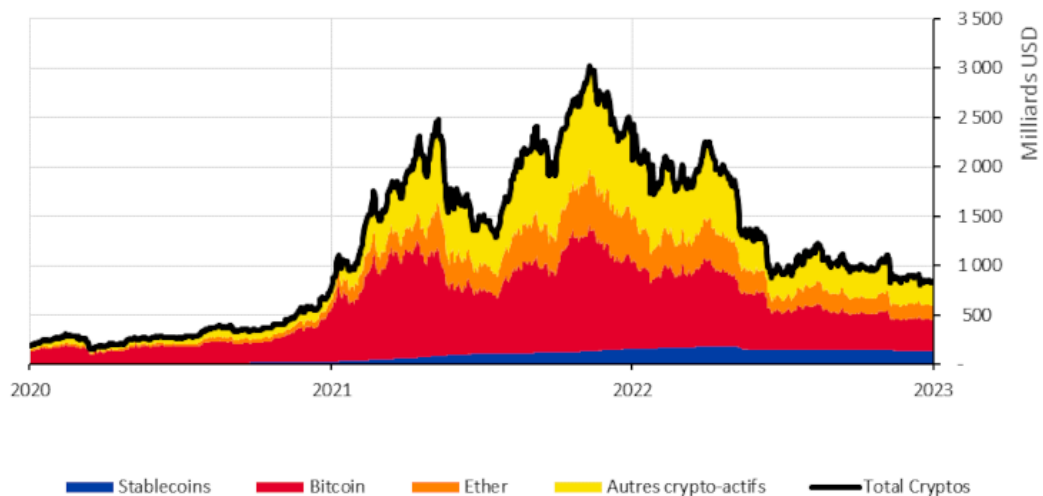
³ [Bulletin économique de la BCE n°2/2023](#), publié le 30 mars 2023.

Mars 2023 : les faillites de Silvergate Bank, Silicon Valley Bank et Signature Bank

Depuis le traumatisme de la crise de 2008, l'obsession du secteur bancaire est de rassurer les marchés financiers. Pour autant, *a contrario* de 2008, ce ne sont pas les pressions sur les marchés ou les défauts de paiement de certains clients non solvables qui ont entraîné la faillite des banques, mais bien une demande globale des clients de retirer leurs liquidités.

Toutes les banques fonctionnent sur le principe de confiance. Seulement, les faillites de Silvergate Bank, Silicon Valley Bank et Signature Bank sont venues rappeler que les clients n'avaient plus confiance en leur positionnement. En effet, il s'agit de deux banques californiennes et d'une banque new-yorkaise qui ont choisi de se spécialiser dans les cryptomonnaies à partir de 2018.

Le marché des cryptoactifs de 2020 à 2023 (en milliards d'USD)⁴



Or, ce marché volatile tiré principalement par le Bitcoin (BTC) ainsi que quelques autres cryptomonnaies de référence, s'est effondré au cours de l'année 2022. **Il a en effet perdu plus de la moitié de sa valeur en moins d'une année et demie.** Ainsi, les banques qui ont prêté aux investisseurs dans les cryptomonnaies et aux autres technologies numériques ont subi

⁴ [Crypto-actifs : l'année 2022 confirme les risques identifiés](#), Billet n°310, publié le 16 mars 2023

les pertes latentes ou réelles de leurs clients. En effet, selon la note de la Banque de France précédemment citée, plus de la moitié des investisseurs dans les cryptomonnaies affichent des pertes sèches en 2023 sur le Bitcoin.

Pour s'en prémunir, les investisseurs ont mis en place **deux stratégies distinctes**. D'un côté, il s'agit de **miser sur les stablecoins qui sont des titrisations de cryptomonnaies (Bitcoin + Tether, US Coins, etc.)** qui composaient 7% des actifs de cryptomonnaies en janvier 2022 contre plus de 20% en janvier 2023. Seulement, à la différence des marchés financiers « traditionnels », le marché des cryptomonnaies est interconnecté et hyper volatile. Lorsqu'un actif perd énormément de valeur brutalement comme au moment de la guerre en Ukraine en mars 2022, tout le marché s'effondre. De l'autre, il s'agit de **miser sur les marchés dits traditionnels avec des actifs plus classiques (actions, obligations, etc.)**. Or, nous l'avons vu, la valeur des actifs financiers a augmenté en raison de la politique des autorités monétaires (Fed, BCE, Banque du Japon) de réduction de leur bilan et d'augmentation des taux d'intérêt. Il devenait très compliqué pour les investisseurs de pouvoir acheter des actifs traditionnels qui avaient pris en valeur, alors que les leurs avaient perdu plus de la moitié de leur valeur.

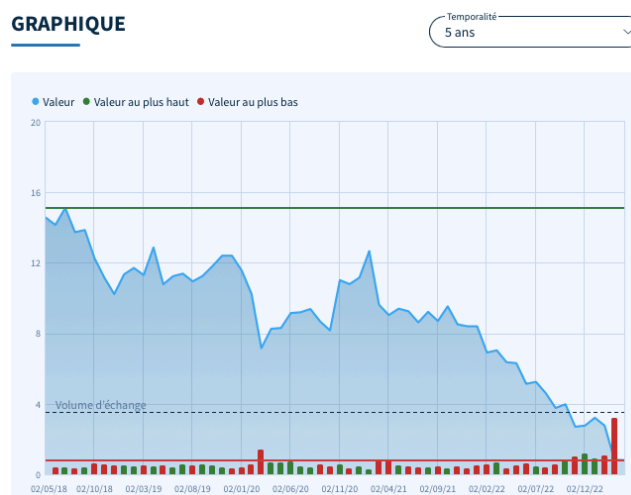
Les clients de ces trois banques se sont retrouvés piégés par un effet ciseau (baisse de leurs actifs, hausse des autres actifs) où aucune option n'était activable. Ils ont choisi de demander des retraits de liquidités pour sortir leurs actifs. Le 8 mars 2023, **Silvergate Bank a annoncé ne pas pouvoir honorer ces retraits**. Ensuite, **la panique bancaire a gagné la Silicon Valley Bank (SVB)** le 10 mars 2023. Il s'agissait de la banque principale des entrepreneurs de la Tech californienne. Avant 2022, elle a connu une croissance importante avec une des dépôts qui sont, passés de 50 Md \$ en 2018 à 200 Md \$ en 2022. La SVB ne respectait pas non plus les pratiques bancaires américaines héritées de la crise financière de 1929. En effet, ses clients (dirigeants de start-up, entrepreneurs de la Tech, capital-risqueurs) y avaient des dépôts bien supérieurs à l'assurance américaine (250 000 US \$). La panique bancaire de mars 2023 alimentée par l'effet ciseau a conduit la banque à déposer le bilan. Enfin, **l'effet boule de neige a touché Signature**

Bank le 12 mars 2023, une banque qui avait de nombreuses entreprises clientes qui payaient par cryptomonnaies. Cette première série de faillites, principalement californiennes, est l'effondrement bancaire le plus important depuis la crise de 2008.

Mars 2023 : la faillite du Crédit suisse

La faillite du Crédit Suisse relève d'autres paramètres, même si le climat bancaire s'est très dégradé par les faillites des banques américaines, notamment la Silicon Valley Bank. Tout d'abord, **la banque a traversé plusieurs scandales financiers et de corruption**. D'une part, **elle se retrouve directement nommée dans l'affaire des Swiss Leaks**. Des journalistes révèlent une partie de la clientèle « corrompue » du Crédit Suisse. Parmi elle, on retrouve des personnalités politiques proches de pays sulfureux (Pakistan, Syrie, Biélorussie, Algérie, Zimbabwe) ou encore des conseillers d'anciens dictateurs comme Hosni Moubarak ou encore Hugo Chavez. D'autre part, en juin 2022, **le Tribunal pénal fédéral suisse condamne la banque à une amende de 2 millions de francs suisses pour « défaut d'organisation »** car il a été prouvé que la banque comptait dans ses dépôts de l'argent issu d'un trafic drogue bulgare.

Évolution de la valeur de l'action de Crédit Suisse depuis mai 2018⁵



⁵ Évolution de la valeur de l'action de Crédit Suisse depuis mai 2018, LesEchos Investir, mai 2023.

L'accumulation des scandales et la panique bancaire américaine de mars 2023 ont entraîné une baisse de sa valeur boursière, (cf. graphique ci-dessus). Les clients de la banque ont également souhaité retirer leurs liquidités auprès d'une banque, qui malgré ses plans de restructuration, ne respectaient pas les accords européens de stabilité bancaire (normes prudentielles de Bâle III). A titre illustratif, la banque présentait à la fin de l'année 2022, **un ratio de liquidité de 150% contre les 100% recommandé dans Bâle III**. Elle était extrêmement sensible à un risque de retraits massifs, ce qui fut le cas au cours des mois de février et de mars 2023.

L'annonce du rachat par UBS son principal concurrent helvétique n'enraye pas encore le risque car elle aura besoin de temps pour annihiler les anciennes pratiques de la banque considérée pour autant comme une banque systémique.

Avril 2023 : la faillite de First Republic

S'il était possible de penser que la panique bancaire du mois de mars n'était qu'un épiphénomène, la réalité nous a rattrapé. La panique bancaire californienne et la chute de Crédit Suisse, une banque pourtant particulière, ont plongé **les institutions bancaires dans une crise loin d'être finie**.

First Republic est une banque américaine fondée en 1985, basée à San Francisco. Si la banque présente une clientèle proche de la Silicon Valley Bank ou encore de la Signature Bank, elle avait échappé à la crise bien que sa valeur suivît une trajectoire baissière inquiétante. Alors qu'elle valait encore plus de 20 Md \$ en janvier 2023, la banque a fait une banqueroute vendredi 28 avril en clôturant avec une valeur de seulement 654 millions de dollars. La valeur de la banque a été divisée par 30 en un seul trimestre. Pire, la banque a entraîné Wall Street dans une spirale baissière dangereuse. La bourse américaine a clôturé avec une perte de 43% la journée du vendredi 28 avril 2023.

Cette nouvelle faillite, un mois après les deux séries de faillites, réveille les inquiétudes d'une crise bancaire et financière pour l'été 2023.

UNE CRISE BANCAIRE SUR LE MODELE DE 2008 EN EUROPE ?

L'activité bancaire a toujours été soumise au risque puisqu'elle rémunère le risque pris par le créancier. Selon l'économiste britannique Walter Bagehot du XIXe siècle, il existe deux types de crise bancaire : **la crise de liquidité et la crise de solvabilité.**

La crise de liquidité correspond à un moment où les banques ne disposent pas des fonds lui permettant de faire face à ses engagements à court terme. Cette crise de liquidité peut être multiple : liquidité de financement comme la diminution des échanges sur le marché interbancaire ; liquidité comptable ; incapacité de répondre aux demandes de retrait de leurs clients ; perte de confiance des déposants ou à une panique bancaire généralisée. La crise de solvabilité correspond à un moment où les banques possèdent davantage de passifs que d'actifs. Ainsi, la solvabilité est la capacité à répondre aux échéances financières à tout moment. À titre d'illustration, pour calculer le ratio de solvabilité d'une banque à court terme, moyen et long terme, on prend en compte les échéances à l'horizon déterminé par rapport aux actifs disponibles pour y répondre. Or certaines institutions bancaires sont confrontées à des pertes importantes qui mettent en péril leur capacité à rembourser leurs dettes et à maintenir leur activité. Cela peut être dû à des investissements risqués, à des prêts accordés à des emprunteurs insolubles ou à des prêts de longue durée (25 ans) avec des taux qui sont bas (entre 1 et 1,5%).

La particularité de la crise bancaire de 2023, comme celle de 2008, est que l'on retrouve les deux types de crises cumulés, ce qui laisse augurer le pire pour la suite. Les banques, principalement américaines, sont confrontées et doivent donc faire l'objet d'une attention particulière de la part des autorités monétaires pour éviter une contagion systémique.

Quel est le risque que les banques européennes subissent une crise bancaire similaire à celle de 2008 ?

UN PRECEDENT : LA CRISE DE 2008 ET SES INCIDENCES SUR LA REGLEMENTATION BANCAIRE EUROPEENNE

La crise financière de 2008

Tout d'abord, il est important de revenir sur la crise bancaire de 2008 avant d'étudier les similarités et les divergences avec la crise bancaire actuelle.

La fin des années 1990 est marquée par l'arrivée d'Internet, ce qui a généré une bulle spéculative autour des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC). La bulle des NTIC a entraîné une chute des investissements dans l'industrie traditionnelle. Ainsi, **l'enthousiasme pour les entreprises technologiques avait créé une spéculation excessive sur le marché boursier**. Les investisseurs avaient acheté des actions de sociétés technologiques à des prix très élevés, espérant réaliser des bénéfices importants grâce à la croissance rapide de ces entreprises. Seulement, trois raisons expliquent l'éclatement de la bulle spéculative des NTIC :

- Les performances financières de ces entreprises n'ont jamais été à la hauteur des investissements consentis et à leur valorisation boursière ;
- **La surproduction d'équipements de haute technologie, tels que les ordinateurs et les téléphones portables**, a créé une surcapacité de production qui a exercé une pression à la baisse sur les prix et donc sur les marges des entreprises technologiques ;
- Les événements géopolitiques tels que les attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis ont créé de l'incertitude sur les marchés financiers et ont incité les investisseurs à se tourner vers des investissements plus sûrs, tels que les obligations d'État.

Toutefois, l'éclatement a ouvert la voie à des comportements pas forcément rationnels sur les marchés financiers visant à compenser les pertes

accumulées au début des années 2000. Il s'agit des prémices de la crise financière de 2008.

Alors que la consommation américaine est en berne après les attentats du 11 septembre 2001, le président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, redoute une crise économique et cherche combler les pertes boursières en les orientant les investissements vers l'immobilier. Il faut rappeler que les marchés financiers sont très largement utilisés jusque dans les classes populaires américaines. Pour ce faire, **il maintient des taux d'intérêt anormalement bas afin d'encourager l'octroi de crédits.**

Afin de compenser les pertes accumulées dans les NTIC, les investisseurs se sont engouffrés sur l'opportunité. De nouveaux instruments financiers à fort potentiel de valorisation, tels que les crédits subprimes et les titres adossés à des créances hypothécaires ont émergé. Cela a créé ainsi une bulle spéculative dans l'immobilier, qui est fragile en raison des crédits subprimes, qui sont titrisés. C'est-à-dire que les produits financiers américains rassemblent des produits solvables et des produits non solvables pour augmenter la rentabilité de ces produits. Pour soutenir l'achat de logement par les classes populaires et défavorisées américaines, les banques sont de moins en moins regardantes sur les conditions de l'octroi des crédits et ont sous-évalué les risques.

La bulle a commencé à se fragiliser lorsqu'en 2006, avec le relèvement du taux directeur de la FED (banque centrale américaine). Ainsi, la FED a relevé progressivement ses taux directeurs de 1% en 2004 à 5% en 2006 prenant en compte l'évolution de l'inflation et de la croissance américaine, ce qui a provoqué l'explosion de la bulle. En effet, les crédits subprimes sont à destination des ménages ayant des faibles revenus. En contrepartie du risque de défaut des ménages, ces prêts sont marqués par : un taux d'intérêt élevé pour l'emprunteur et souvent variable basé sur l'indice de référence de la FED ou sur le taux LIBOR (indice sur lequel les banques se prêtent de l'argent entre elles) ; le bien immobilier acheté était hypothéqué (en cas d'incapacité de remboursement du prêt, le prêteur met le bien en vente

pour récupérer l'argent prêté). Ainsi, ces prêts se sont retrouvés problématiques lorsque les taux directeurs ont augmenté puisque ces prêts variables, étaient en général, avec un taux relativement faible au début avant de devenir variable pour la suite du remboursement. Le problème se pose lorsque la Fed a relevé ses taux directeurs, car cela a provoqué à une hausse des mensualités de remboursement des prêts ce qui a d'abord mis les foyers les plus modestes en défaut de paiement.

Pour combler ces défauts de paiement, les banques ont saisi les biens immobiliers pour les vendre afin de récupérer l'intégralité de la somme prêtée. **Cependant les défauts de plus en plus courants ont conduit à une mise à disposition de plus en plus importante des biens immobiliers sur le marché, ce qui a provoqué la baisse des prix de l'immobilier.** Or, **cela a précipité la crise des subprimes.** D'un côté, les banques perdaient une partie de leur actif puisque les ventes des biens immobiliers permettaient de moins à moins de récupérer l'intégralité de la somme prêtée. De l'autre côté, la politique américaine d'incitation à l'accession à la propriété, avec le développement des crédits subprimes, reposait principalement sur l'hypothèse que les prix allaient continuer à augmenter. Par conséquent même les ménages à faibles revenus, ordinairement non solvables, l'étaient en raison de la possibilité de revendre le bien récemment acheté pour rembourser le crédit.

Or, cette politique a été mise à mal puisque : la rentabilité des subprimes reposait sur une hausse continue du marché immobilier permettant aux banques de récupérer leur argent en cas de défaut de paiement des ménages emprunteurs, et aux emprunteurs d'accéder à la propriété même en étant peu solvables. Lorsque les crédits subprimes étaient de moins en moins remboursés par les ménages modestes puis par la classe moyenne, la multiplication des saisies de biens immobiliers et leur mise sur le marché, a conduit à une forte baisse des prix. Cette baisse s'est impactée sur les ménages américains qui faisaient face à des remboursements de prêts supérieurs (en augmentation avec le relèvement des taux directeurs) à la valeur de leur bien immobilier, et des banques qui ont dû faire face à une

perte de leurs actifs. Les banques qui avaient investi massivement dans les titres adossés à des créances hypothécaires ont subi de lourdes pertes et ont dû faire face à des difficultés financières importantes. Ces dernières qui ne disposaient pas d'assez de liquidité, ont ainsi rapidement fait face à une crise de solvabilité entraînant la chute de plusieurs d'entre-elles comme l'emblématique Lehman Brothers le 15 septembre 2008.

Afin d'éviter une contagion encore plus importante et des faillites successives, les États ont mené une politique de sauvetage du système financier reposant sur : une recapitalisation des banques en difficulté par un renforcement des fonds propres des banques ou par une participation de l'État au capital, un rachat ou une aide à la reprise des banques en état de faillite, une garantie des États pour soutenir le financement des banques. Dans le même sens, les banques centrales ont mené des politiques conventionnelles comme la baisse des taux directeurs pour faciliter le financement des banques et de l'économie, et des mesures « non conventionnelles » reposant principalement sur le soutien du financement au secteur bancaire pour l'Europe et par un rachat d'actifs pour le monde anglo-saxon. Ce soutien des États aux secteurs bancaires et la réponse aux conséquences économiques de la crise financière a endetté lourdement les États, ce qui a participé à la crise des dettes souveraines dans la zone euro, avec la Grèce, le Portugal, l'Espagne ou encore l'Italie.

De nouvelles réglementations bancaires après la crise de 2008

La crise de 2008 a profondément marqué le secteur bancaire qui doit désormais répondre à des normes renforcées pour éviter d'une part l'apparition de crise bancaire et d'autre part limiter la contagion sur l'économie réelle.

Premièrement, aux États-Unis, la réglementation change. **Le Dodd Frank Act, adopté en 2010, représente une réforme de la finance et de la protection des consommateurs et des ménages.** Cette loi a pour objectif de responsabiliser les banques et les institutions financières. Ainsi, avant de sauver une banque en difficulté, **les actionnaires doivent être sollicités en**

premier lieu. Le *Dodd Frank Act* instaure également la création de nouvelles agences de réglementation pour la stabilité financière, telles que le Financial Stability Oversight Control (FMOC), l'Office of Financial Research et l'Office de Protection des Consommateurs au Trésor, et le conseil de politique monétaire à la Fed. La *Securities and Exchange Commission* (équivalent de l'Autorité des Marchés Financiers en France) est également renforcée. La règle Volcker interdit aux banques de spéculer avec les fonds de leurs clients et de s'endetter pour cette fin. Elles doivent utiliser leurs fonds propres. **Bien que les banques ne soient pas recloisonnées (affaires/dépôts) comme le suggérait la théorie de Bagehot en 1873, les activités spéculatives sont isolées des activités commerciales.** Enfin, le Dodd Frank Act a pour but de **baissier le levier d'endettement en réduisant le montant d'engagement et de crédits par rapport aux fonds propres.**

Si ces mesures paraissent importantes, **l'Europe est allée encore plus loin que les États-Unis pour limiter le risque de crise bancaire.** En 2009, l'Europe a procédé à une réforme de la réglementation financière en créant des organismes de régulation tels que l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des valeurs mobilières et l'Autorité européenne des assurances et pensions professionnelles. En 2010, le Conseil européen du risque systémique a été créé pour réguler la macro-prudence. Ce conseil a identifié quatre causes de risque systémique :

- L'effet de levier d'endettement trop important ;
- L'asymétrie excessive des maturités actif-passif ;
- La concentration sectorielle et géographique de l'exposition au risque, notamment dans une zone euro naturellement déséquilibrée entre le Nord et le Sud ;
- Le "too big to fail", c'est à dire des établissements bancaires dont la taille et le degré d'implication dans le marché bancaire serait tellement important que la banque est jugée ne pouvant jamais être en défaut (exemple : Lehman Brothers).

Pour réduire les risques, des mesures ont été prises, notamment la mise en œuvre du Mécanisme européen de stabilité en 2012 avec un capital autorisé

de 700 milliards d'euros destiné aux États-membres en difficulté. Ce mécanisme permettait la mise à disposition de 200 milliards d'actifs par les banques centrales nationales et la possibilité de prêt de 500 milliards. De plus, **l'Union européenne a créé l'Union bancaire en 2014** qui s'appuie sur deux dispositifs :

- le **Mécanisme de Supervision Unique (MSU)** pour établir et contrôler des normes prudentielles communes aux banques européennes ;
- le **Mécanisme de Résolution Unique (MRU)** pour résoudre et fournir les fonds nécessaires au sauvetage d'un établissement financier et bancaire en difficulté.

Enfin, à l'échelle du G20, les plus connus dispositifs pour surveiller l'activité bancaire concernent les accords de Bâle, qui sont **un ensemble de règles internationales émises par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en 2010, visant à renforcer la stabilité du secteur bancaire mondial après la crise financière de 2008.**

Les **principales mesures de Bâle III** comprennent une augmentation des fonds propres requis pour les banques, une amélioration de la qualité des actifs pondérés en fonction des risques, des exigences de liquidité plus strictes et des réglementations sur le levier d'endettement. Quatre ratios principaux sont surveillés :

- Le **ratio de solvabilité** qui mesure le niveau de fonds propres de première catégorie (capital de base et réserves) par rapport aux actifs pondérés en fonction des risques. Il doit être d'au moins 4,5% et doit être supérieur à 6% pour que la banque soit considérée comme solvable.
- Le **ratio de levier** qui mesure le niveau de fonds propres de première catégorie par rapport aux actifs totaux sans pondération des risques. Il doit être d'au moins 3% des actifs totaux non pondérés pour que la banque soit solvable et puisse résister à des chocs économiques.
- Le **ratio de liquidité à court terme (LCR)** qui mesure la capacité de la banque à faire face à des retraits massifs de liquidités en moins de 30 jours pour éviter les faillites qui se sont produites en mars 2023. Pour

cela, il doit être d'au moins 100% des besoins nets de financement à court terme sur une période de 30 jours.

- Le **ratio de liquidité à long terme** (NSFR) qui mesure la même chose que le LCR mais sur une période de 1 an. Il doit aussi être d'au moins 100% des besoins de financement sur une période de 1 an.

Structure du ratio de solvabilité Bâle 3⁶

	Eléments figurant au numérateur				Eléments figurant au dénominateur			
	Passif				Actif			Hors Bilan et dérivés
	Capital CET1	Capital AT1	Capital T2	Dette	Autres Actifs	Actifs HQLA 1	Actifs HQLA 2	
Ratio de Capital <i>Permet de mesurer la capacité d'un établissement financier à absorber des pertes sur ces actifs</i>								> 4,5%
								> 8,5%
								> 10,5%
Ratio de levier <i>Permet de mesurer la solvabilité d'un établissement financier, et ainsi d'apprécier sa capacité à résister aux chocs</i>								> 3%

CET 1
 Tier 1 Capital
 CET1 + AT1 + T2
 Total RWA
 Total des actifs et hors bilan (non pondérés)

Ensuite, Bâle IV, qui a été introduit en 2016, est une version mise à jour de Bâle III. Il vise à améliorer la qualité et la comparabilité des ratios de fonds propres des banques, en particulier en ce qui concerne le risque de crédit. **Les principales mesures de Bâle IV incluent une méthode standardisée pour mesurer le risque opérationnel, une meilleure définition des prêts en défaut et une exigence de transparence accrue pour les actifs titrisés.**

Avec ces outils à disposition, **les banques américaines et surtout européennes auraient pu éviter la banqueroute.** Pour autant, cela n'a pas été le cas, ce qui laisserait entrevoir le risque d'une crise bancaire généralisée en 2023 sur le modèle de 2008.

⁶ De Bâle I à Bâle IV, chronique d'une saga réglementaire, Sia Partners, 2017.

SIMILARITES ET DIVERGENCES ENTRE LES CRISES

Quelles similarités ?

La crise bancaire de 2023 ressemble pour partie aux prémices de la crise financière de 2008. Le fait que des banques comme la SVB ou encore le Crédit Suisse ont pu faire banqueroute semble aller dans ce sens.

Il est possible d'identifier 5 similarités entre la crise de 2008 et la crise bancaire de 2023.

Les secteurs d'activité économique générateurs de la crise bancaire sont les mêmes en 2023 qu'en 2008 (1). En effet, les faillites des banques américaines (Silvergate Bank, Silicon Valley Bank et Signature Bank) proviennent d'une bulle spéculative sur les cryptomonnaies et sur les start-ups à fort californiennes à fort potentiel technologique, à l'image de l'éclatement de la bulle spéculative des NTIC au début des années 2000. De surcroît, avec l'accélération du progrès technologiques, de nouvelles bulles spéculatives pourront se créer sur des innovations de rupture telles que l'intelligence artificielle, l'impression 3D ou encore les objets connectés.

Le secteur immobilier comme actif refuge est soumis à des risques endogènes très importants comme en 2008 (2). Seulement, en 2008, les suprimés concentraient la quasi-intégralité du risque immobilier. En 2023, ce risque est bien plus structurel car il est lié aux politiques accommodantes des banques centrales sur les 10 dernières années font que les banques ont prêter à des ménages sur 25 ans avec des taux extrêmement bas (entre 0,5% et 1,5%) avec des prix qui ont explosé y compris pour les classes moyennes, et classes moyennes supérieures, notamment en raison de l'augmentation rapide des prix de l'immobilier dans de nombreuses grandes villes du monde (Londres, New York, Paris, Hong-Kong) et les métropoles de taille intermédiaire (Bordeaux, Nantes, Lyon, etc.).

Les **produits financiers** ont été complexifiés pour pallier les risques, mais **présentent toujours des risques clés pour le système bancaire (3)**. En 2008, la titrisation a permis la vente et revente d'actifs financiers pendant plus de 5 ans en abaissant le niveau de risque. Aujourd'hui, des produits financiers complexes continuent d'être créés, tels que les fonds spéculatifs et les produits dérivés. Les fonds spéculatifs sont des fonds d'investissement qui cherchent à réaliser des rendements élevés en prenant des risques importants, souvent à court terme. Les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur dépend du prix d'un actif sous-jacent (comme une action, une devise ou une matière première). Ces produits peuvent être utilisés pour se protéger contre les risques de marché ou pour spéculer sur les mouvements futurs des prix.

En 2008 comme en 2023, **les ménages américains présentent des niveaux d'endettement très élevés (4)**. Avant la crise de 2008, les ménages américains avaient accumulé des niveaux élevés de dette à hauteur de plus de 12 milliards de dollars en 2007. Aujourd'hui, la dette des ménages américains est encore plus élevée qu'elle ne l'était avant la crise de 2008, en grande partie en raison la baisse des revenus lors de la pandémie de COVID-19. En effet, **le montant de la dette totale des ménages américains avoisine 16.900 milliards de dollars au début de l'année 2023**.

Enfin, **les inégalités socio-économiques ont continué d'augmenter avec la succession des crises (5)**. La crise de 2008, la crise des dettes souveraines en Europe, la crise sanitaire, puis la crise énergétique ont mis en évidence les inégalités économiques croissantes entre les riches et les pauvres. La pandémie a exacerbé ces inégalités, avec de nombreux travailleurs précaires et pauvres subissant de plein fouet les conséquences économiques de la crise. Les « premiers de cordées que notre économie rémunère si mal » ont démontré leur importance pour faire tourner l'économie sans pour autant augmenter leur niveau de revenu après la crise sanitaire. Ainsi, nous pouvons rencontrer un phénomène où malgré la stabilité du marché de l'emploi, le niveau de revenu disponible des ménages baissent de fait en raison de l'inflation. L'accroissement des charges d'un côté et la stabilité des revenus

peuvent mettre à mal les classes populaires et moyennes de plusieurs pays. En outre, la faible croissance dans la zone euro rappelle également la situation de 2007-2008.

Quelles divergences ?

Pour autant, il est possible d'identifier 4 divergences entre la crise de 2008 et la crise bancaire de 2023.

La réponse aux prémices de la crise bancaire a été plus volontariste en 2023 qu'en 2008 (1). Il faut se rappeler que la crise financière de 2008 ne commence pas le 15 septembre 2008 avec la chute de Lehman Brothers. Plusieurs établissements financiers comme le Northern Rock au Royaume-Uni ou le Bear Stearns aux États-Unis avaient précédé la panique bancaire. Seulement, les autorités monétaires et politiques n'avaient pris suffisamment au sérieux ces alertes. *A contrario*, les faillites de mars 2023 sont certes importantes, mais elles ne sont pas du niveau de Lehman Brothers. Elles ressemblent davantage aux faillites de Northern Rock ou de Bear Stearns. Pour autant, l'administration Biden et les pouvoirs publics suisses ont pris la mesure du risque en décidant de couvrir les pertes financières de ces acteurs pour limiter l'effet d'une panique bancaire.

Les marchés financiers ont réagi différemment en 2008 qu'en 2023. La psychose de 2008 demeure bien loin. En effet, bien que les marchés aient initialement chuté brutalement en réponse à la pandémie, ils se sont rapidement rétablis et ont atteint des niveaux record en 2021. Ainsi, il existe sur les marchés financiers un certain optimisme quant à la reprise économique avec le retour de la Chine comme locomotive de la croissance et post-guerre en Ukraine. En revanche, si des événements géopolitiques de grande ampleur en Ukraine comme à Taïwan venaient à changer la face du monde, la confiance des marchés financiers s'en trouverait dégradée au point de descendre encore plus qu'en 2008.

La réglementation bancaire est tout à fait différente (3). Les superviseurs sont plus nombreux et disposent d'outils et d'informations bien plus poussés

qu'en 2008. Les ratios de Bâle III ont permis de contenir le risque systémique et de limiter l'effet de propagation sur la sphère réelle. Cela s'illustre par le fait que l'économie réelle n'est pour l'instant pas affectée par la crise bancaire en 2023, là où en 2008 l'économie mondiale avait plongé.

Enfin, il existe une dernière divergence qui, cette fois-ci, est pire en 2023 qu'en 2008 : la déstructuration des chaînes de valeur industrielle ou encore alimentaire à la suite de la crise sanitaire (4). Les secteurs économiques les plus touchés par la crise de 2008 étaient principalement le secteur financier et immobilier, tandis que la situation actuelle a touché de nombreux secteurs comme le tourisme, l'hôtellerie, la restauration et la culture. De plus, avec la période de stagflation qui s'ouvre, il est compliqué pour les pouvoirs publics de relancer l'économie au risque d'aggraver leur déficit public sans enrayer l'inflation sectorielle qui mine des pans entiers de l'activité. En 2008, la situation était plus simple car l'inflation était surtout circonscrite aux produits pétroliers en lien avec la demande américaine.

Les États semblent avoir appris des erreurs de 2008 (4). La réponse des États-Unis et des Européens semblent plus adaptées depuis l'apparition de la crise sanitaire que lors de la crise financière de 2008. Alors que pendant la période précédente, les décideurs publics semblaient tout faire pour minimiser la crise financière à venir voir même à la nier, les crises récentes ont conduit à des réponses beaucoup plus rapides. Tout d'abord, les États-Unis et les européens ont une série de mesures à activer en cas de ralentissement fort de l'activité économique pour prendre des mesures contra-cyclique pour réduire l'impact d'un choc économique. Cela repose notamment sur le soutien aux pouvoirs d'achat des ménages comme des chèques spécifiques d'aides à la consommation ou encore le chômage partiel pour limiter l'impact sur le marché de l'emploi. De plus, les mesures de soutiens aux acteurs économiques sont de plus en plus importantes : comme le soutien au financement (prêt garanti par l'État), dispositifs d'aides spécifiques, etc. Ensuite, à la différence des États-Unis qui avaient répondu rapidement aux conséquences économiques de la crise financière de 2008, les États membres de l'Union européenne adoptent un policy-mix (politique

budgétaire et monétaire) mieux adapté pour limiter les effets du choc économique. Ainsi, plutôt que d'adapter une politique de rigueur budgétaire qui a accentué les effets de la crise de 2008 et a renforcé la crise des dettes souveraines, les États membres de la zone euro ont davantage soutenu la reprise de la consommation et le soutien à l'investissement par une politique budgétaire expansive, soutenue par une politique monétaire accommodante, ce qui a permis de limiter la récession pendant la crise sanitaire et encourager la reprise avec les levées de restrictions.

L'AVENIR DES BANQUES EUROPEENNES : 3 SCENARIOS

Les banques européennes sont davantage protégées du risque systémique qu'aux États-Unis. En effet, le tissu bancaire américain est dual. Les banques les plus importantes sont supervisées par le Dodd Franck Act (2010). En revanche, c'est beaucoup moins le cas pour les banques régionales, dont plusieurs ont fait également faillites en mars 2023.

Le traitement du risque systémique est ce qui influencera l'avenir des banques européennes. Seulement, si ce traitement du risque est théoriquement garanti par Bâle III, il ne faut pas négliger l'importance de la confiance qu'inspirent les autorités monétaires. La BCE est certes crédible, mais la Banque nationale suisse l'était également, ce qui n'a pas empêché la disparition du Crédit Suisse, la deuxième plus grande banque suisse.

Ainsi, 3 scénarios semblent se distinguer.

SCENARIO 1 : UN RISQUE QUI REMONTE BRUTALEMENT PAR LE BIAIS DES ÉTATS-UNIS

Les États-Unis possèdent plusieurs caractéristiques laissant présager une éventuelle crise financière : la dette publique et privée, l'explosion d'une bulle, sa politique monétaire, un secteur bancaire à risque, et un risque de panique bancaire.

Risque sur la dette des ménages américains

L'endettement américain présente un risque systémique très élevé, y compris pour les acteurs européens. En effet, si la puissance politique, économique, militaire et surtout monétaire du dollar permet toujours aux États-Unis d'être crédibles sur les marchés financiers en dépit de leur

endettement public et privé, la situation pourrait ne pas durer. Depuis la fin du système de Bretton Woods, et la fin de la convertibilité du dollar en or en 1973, les États-Unis bénéficient d'un privilège exorbitant qui consiste de financer leur croissance par un endettement et un déficit facilités par l'émission de leur monnaie. Ainsi, ce système permet aux États-Unis de posséder un déficit de commerce extérieur record et un déficit public important, tant que les pays créanciers acceptent de détenir des dollars. Cependant, l'hégémonie économique américaine est contestée pour plusieurs raisons :

- **Une partie des pays émergents ou de pays en voie de développement** qui n'aspirent pas à la domination occidentale, se rapprochent de la Chine, comme en témoignent la demande d'adhésion de 19 pays au cercle restreint des BRICS ;
- **Une quelconque défaite symbolique en Ukraine ou à Taïwan** pourrait amener les États-Unis à voir leur puissance contestée davantage et donc leur poids économique se réduire, eux qui ne représentent plus que 15% du PIB mondial, là où ils représentaient encore 40% en 1960.
- **Le dollar est de moins en moins la figure monétaire de référence :** le 5 mai 2021, une enquête du FMI⁷ montrait que la part des réserves en dollars détenues par les banques centrales a chuté à 59% au cours du quatrième trimestre 2020 soit le niveau le plus faible des 25 dernières années. Si le dollar va rester la monnaie de référence pendant un certain temps, les événements géopolitiques récents peuvent indiquer une tendance à une moindre importance du dollar dans les échanges commerciaux (volonté de la Chine de mettre en avant sa monnaie, les Russes qui commercent avec d'autres monnaies en raison des sanctions économiques, extraterritorialité américaine qui n'encourage pas à l'utilisation du dollar, etc.)

⁷ La part du dollar dans les réserves de changes mondiales atteint son niveau le plus faible en 25 ans, IMF, 5 mai 2021 (<https://www.imf.org/fr/Blogs/Articles/2021/05/05/blog-us-dollar-share-of-global-foreign-exchange-reserves-drops-to-25-year-low>)

Ainsi, si les États-Unis perdent leur crédibilité internationale, la masse de dettes qu'ils ont contractées perdra la confiance qu'on veut bien lui accorder aujourd'hui.

D'une part, **la dette publique américaine a atteint après la crise sanitaire près de 120% du PIB américain.** Les mesures de soutien aux acteurs économiques ainsi que le coût des politiques de demande et d'offre de Joe Biden (Build Back Better, Chips Act ou encore Inflation Reduction Act) ont continué à accroître la dette publique américaine. Les États-Unis sont arrivés au plafond de ce qu'ils pouvaient endetter. Or, des investissements importants sont encore à concevoir notamment dans le domaine militaire, écologique ou encore de l'éducation.

D'autre part, la dette privée américaine est également très importante, encore plus qu'en 2008. **Le montant de la dette totale des ménages américains avoisine 16.900 milliards de dollars au début de l'année 2023** (soit 50 000 dollars par Américain). Il est principalement ventilé sur deux postes de dépenses :

- **Le logement** (près de 7 500 Md \$, soit 45% de la dette privée américaine) puisque les Américains ont été habitués à emprunter à taux bas avec la politique monétaire accommodante (mise en circulation plus importante de la masse monétaire par le biais d'une politique conventionnelle reposant sur un taux directeur faible et un soutien au rachat d'actif par une politique monétaire dite non conventionnelle) de la Fed depuis 2012. Il s'agit d'un montant encore plus important qu'en 2006-2007 ;
- **Le prêt étudiant** (près de 1 700 Md \$, soit 10% de la dette privée américaine, concernant 43 millions d'Américains) pour soutenir la hausse durable du coût de l'éducation supérieure aux États-Unis. Il s'agit d'un risque très important dans la mesure où le niveau de salaires des cadres supérieurs américains atteint un plafond qui ne permet plus de rendre l'investissement étudiant solvable. En ce sens, le président américain Joe Biden a annoncé en Août 2022 vouloir effacer 10 000 dollars de dette des emprunteurs (20 000 dollars pour les anciens boursiers)

gagnant moins de 125 000 dollars par an. Ce dispositif a vu le dépôt de 26 millions de dossiers, ce qui constituerait un coût de 400 milliards de dollars selon la Maison Blanche. Ce dispositif fait actuellement l'objet d'un recours devant la Cour Suprême qui doit statuer sur la légalité du dispositif.

Nous assistons à une accumulation de facteurs négatifs : forte inflation réduisant le pouvoir d'achat des ménages donc leur capacité de remboursement, hypothèse de récession (ou un ralentissement de la croissance économique) qui peuvent conduire à une crise de la dette privée aux États-Unis. Cela pourrait avoir un effet de contagion en Europe au vu de l'interconnexion des deux espaces économiques. Néanmoins, les effets sur l'économie européenne pourraient être moindres qu'en 2008 au regard de notre gestion du risque.

Vers l'explosion de bulles ?

Bulle des cryptomonnaie et autres ? La bulle des cryptomonnaies a explosé, en perdant la moitié de sa valeur en un an, alors que le marché était valorisé à 2000 milliards de dollars au début de l'année 2022. Jean Tirole, avait alerté en novembre 2017⁸, en parlant d'actif « sans valeur intrinsèque » et évoquait déjà de bulle financière.

Les politiques monétaires accommodantes opérées par les banques centrales ont abondé les marchés de liquidités, conduisant les investisseurs à investir sur des actifs parfois survalorisés. Or, comme souvent, la politique monétaire américaine est constituée depuis les années 80, par une politique monétaire expansive conduisant à la formation de bulle et une montée de l'inflation en raison de l'abondance de liquidités, puis par une politique monétaire restrictive pour limiter les risques inflationnistes, donc des explosions de bulles.

L'apparition et l'explosion de bulle ne signifient pas forcément que le marché en question n'a plus aucune valeur, mais qu'il s'agit davantage d'une

⁸ Tribune de Jean Tirole au [Financial Times](#), 16 novembre 2017

correction du marché pour faire davantage refléter ce marché avec sa valeur réelle. De plus, l'explosion de bulle ne conduit pas inévitablement à une crise financière, seulement, c'est la dépendance des banques à l'instrument financier victime de l'explosion de la bulle, qui peut y conduire. À cela, il faut ajouter que la crise financière ne survient que si l'actif est répandu largement à une grande partie ou à l'ensemble du système financier.

Par exemple, l'explosion des bulles des cryptomonnaie ou d'internet n'a pas conduit à une crise financière comme celle de 2008, parce que les grandes banques n'ont pas investi une trop grande partie de leur actif sur les valeurs concernées. Ainsi, les banques exposées sont celles qui n'ont pas diversifiés leur placement, et ont concentré leur investissement sur les valeurs qui ont subi une décote avec l'explosion d'une bulle. C'est le cas de la banque Silvergate qui a principalement misé sur les cryptomonnaies et donc qui a été victime du retournement de conjoncture. Pour le cas de la crise financière de 2008, une grande partie des institutions financières possédaient des produits titrisés qui ont perdu une grande partie de leur valeur avec l'effondrement des défauts des ménages américains sur les crédits subprimes (qui se retrouvaient dans les produits titrisées).

La politique monétaire de la FED

La FED essaie de lutter contre la forte inflation, en opérant une forte remontée de ses taux directeurs passés de 0,5% le 16 mars 2022 à 4,75% le 1^{er} février 2023. Pour rappel, avant la crise financière de 2008, le taux directeur de la FED avait évolué en 2006 de 1% à 5% pour réduire les pressions inflationnistes.

Cette politique monétaire emporte plusieurs conséquences pouvant déboucher sur une crise financière.

Tout d'abord, la croissance économique américaine repose en grande partie sur l'endettement public et privé. Ainsi les États-Unis font régulièrement face à un débat portant sur le relèvement de la dette publique de l'État fédéral pour éviter le « shutdown », c'est-à-dire la cessation de paiement et

des activités fédérales. Le prochain débat doit être porté au 1^{er} juin 2023, avec un plafond fixé à 31 400 milliards de dollars (120% du PIB estimé à 25 400 milliards pour 2023). De même, l'endettement privé est à un niveau élevé (près de 17 000 milliards de dollars soit 50 000\$ par américain). Ainsi, avec la hausse des taux directeurs, la charge de la dette augmente pour l'État fédéral, les ménages et les entreprises. Ce qui limitent leur capacité de financement, donc leur consommation et leur investissement et par conséquent sur la croissance économique.

Ensuite, pour les banques, le relèvement des taux emporte plusieurs conséquences sur leurs activités : un renchérissement du coût du crédit sur le marché interbancaire, une baisse de la valeur des actifs immobiliers et financiers (suivent un sens inverse des taux directeurs), Les banques disposant de nombreuses obligations d'États à long terme (avec alors des faibles taux) voient ainsi leur portefeuille d'actif baisser.

Enfin, la politique monétaire américaine reste le baromètre de l'économie et emporte des conséquences sur le reste du monde sur trois plans : la politique monétaire menée par les autres banques centrales, la valeur du dollar, et l'accès au dollar devient plus difficile pour les autres pays. Les banques centrales sont indépendantes et suivent leurs indicateurs clés afin de poursuivre leur mandat. Seulement, l'interdépendance des économies conduit souvent les autres banques centrales, notamment européenne, de suivre la même politique monétaire que celle des États-Unis. De plus, la politique monétaire restrictive américaine va renchérir le coût d'accès au dollar, donc réévaluer le dollar à la hausse par rapport aux autres monnaies. L'accès au dollar devient plus difficile en cas de resserrement du crédit car la Fed est la banque centrale de la principale économie du monde et sa politique emporte une grande incidence sur le plus grand marché financier. Ainsi, en cas de montée des taux directeurs, l'accès au crédit devient plus difficile sur le marché américain et par conséquent pour les autres acteurs qui ont besoin du dollar, monnaie internationale de référence, pour leur opération financière. Ce dernier point est d'autant plus important pour

certains pays émergents qui sont tributaires du commerce mondial, et les pays qui ont indexé leur économie sur la monnaie américaine.

Un secteur bancaire américain à risque ?

L'ancien président américain, Donald Trump, est revenu sur une partie de la réglementation bancaire adoptée à la suite de la crise financière de 2008 par l'administration Obama (loi Dodd-Franck). Conformément à ses engagements de campagne, Donald Trump a fait adopter une loi en 2018 ainsi qu'une réglementation fédérale en 2019 revenant sur la loi adoptée sous l'adoption Obama afin de déréguler le système bancaire américain. De plus, la règle Volcker, adoptée en 2013 pour interdire aux banques de spéculer pour leur propre compte, plutôt que pour celui de leurs clients, a été assouplie. Enfin, les règles relatives aux fonds propres et aux coussins de liquidités ont été revues afin d'assouplir les besoins en capital pour les activités de prêts.

En vertu de la précédente législation, les banques disposant de plus de 50 milliards d'actifs étaient soumises à un stress test par la Fed pour examiner la solidité des banques notamment de leur fond propre en cas de détérioration de la situation économique. Avec les mesures adoptées sous Donald Trump, seuls les banques disposant de plus de 250 milliards de dollars d'actifs y sont soumises. À titre d'illustration, la Silicon Valley Bank disposait au quatrième trimestre 2022 d'environ 211 milliards d'actifs à son bilan. Elle aurait dû être soumise au stress test de la loi Dodd-Franck dans la précédente réglementation assouplie par Donald Trump (banque de catégorie IV possédant moins de 250 milliards de dollars d'actifs). De même, la Signature Bank, qui possédait environ 110 milliards de dollars d'actifs en 2022, aurait dû subir un stress test sous la précédente réglementation. Ainsi, en augmentant le seuil de 50 à 250 milliards de dollars d'actifs, la nouvelle réglementation a fait sortir 25 des 38 plus grandes banques américaines des exigences réglementaires et de contrôle portant sur la sureté et la stabilité des banques.

Ainsi, il est fortement possible que d'autres banques soient dans la même situation que la Silicon Valley Bank ce qui emporte deux conséquences. D'un côté, une grande partie des banques américaines de taille importante ne font pas l'objet d'un contrôle renforcé pour tester leur capacité de résistance. De l'autre côté, les très grandes banques restent soumises à ces contrôles (bilan d'actifs supérieurs à 250 milliards de dollars). Pour rappel, Lehmann Brothers possédait un bilan de 700 milliards de dollars avant sa faillite.

La confiance dans les banques et l'hypothèse des bank run

Cette hypothèse est renforcée par la faillite de la Silicon Valley Bank qui a subie, pour la seule journée du 9 mars 2023, des ordres de retraits des déposants équivalents à 42 milliards de dépôts. Si cette banque disposait effectivement de 189 milliards de dépôts, une grande partie d'entre elles étaient placés dans des actifs de long terme peu rémunérés et à faible risque (comme les bons du Trésor américain). Cette banque comme d'autres, dispose d'actifs de long terme, qui ne peuvent se convertir facilement (actif liquide). Ainsi, le « Bank run » a mis la SVB en crise de liquidité en quelques heures, puis en faillite.

Cette faillite démontre que quelques éléments financiers peuvent rapidement déboucher sur une perte de confiance des acteurs dans leurs banques, ce qui provoque une panique bancaire amenant à l'insolvabilité de la banque voir à leur faillite. De plus, le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication, avec Internet et les réseaux sociaux peuvent plus rapidement faire prendre de l'effet à la panique bancaire. Il est plus facile de retirer son épargne d'une banque et les réseaux sociaux peuvent donner plus d'ampleur à une rumeur. Ainsi les banques américaines qui ont vu leur portefeuille d'actif baisser avec les récentes évolutions économiques et qui ne disposent pas d'un ratio de liquidité suffisant à leur actif, sont en risque en cas de panique bancaire.

SCENARIO 2 : UN RISQUE TRANSFERE SUR LES PAYS DU SUD

Le deuxième scénario concerne davantage les pays du Sud, notamment plutôt les pays les moins avancés ou les pays en voie de développement dont le secteur bancaire est faible (Afrique, Asie du Sud-Est ou encore Amérique latine hors Brésil). En effet, dans ces pays, **l'impact du « Consensus de Washington » (FMI + Banque Mondiale) est encore très important notamment par le biais des Plan d'ajustement structurels (PAS) lorsque leurs États sont dans situations financières difficiles.**

Pour ces pays, la charge (les intérêts payés pour rembourser la dette) de la dette peut correspondre à un montant équivalent à des pans entiers du budget de l'État (éducation, santé, etc.). Dans ces circonstances, ces États sont tributaires du niveau des taux d'intérêt mondiaux. Le contexte de remontée des taux d'intérêt tirés par la Fed, la BCE ou encore la Banque nationale du Japon laissent entrevoir un risque systémique sur les dettes des pays du Sud, à l'image du Mexique dans les années 1980 ou encore de l'Asie de l'Est dans les années 1990.

Nous avons en mémoire la crise du Mexique dans les années 1980, appelée la crise de la dette latino-américaine, qui a été déclenchée par la hausse des taux d'intérêt mondiaux au début des années 1980. Les pays en développement, y compris le Mexique, avaient emprunté massivement sur les marchés internationaux pour financer leur développement (infrastructures, santé, éducation, etc.), mais lorsque les taux d'intérêt ont augmenté, le coût de remboursement de la dette est devenu insupportable. Seulement, la plupart de ces pays ne disposent pas d'un système bancaire national solide et donc s'endettent principalement auprès de banques internationales. Lorsque les taux d'intérêt ont augmenté, le coût de remboursement de la dette du Mexique a également augmenté, mais les exportations mexicaines ne suffisaient pas à générer suffisamment de devises pour rembourser la dette. Le gouvernement mexicain a donc été

contraint de suspendre le service de la dette en 1982, ce qui a entraîné une crise de la dette dans toute l'Amérique latine.

Les BRICS (à l'exception éventuellement de l'Afrique du Sud) seraient épargnés par une telle crise dans la mesure où leur secteur bancaire est protégé à l'échelle nationale et que ces États disposent de suffisamment de réserves de change pour combattre les pressions des marchés sur leur monnaie. Sur les 29 banques systémiques mondiales, 7 sont chinoises par exemple. En revanche, l'accélération des défauts de paiement de pays du Sud, notamment de pays africains qui se sont rapprochés de la Chine, de l'Inde ou de la Russie, pourraient fragiliser les banques chinoises, russes ou indiennes qui ont prêté à ces pays.

Ce scénario aurait un impact non pas bancaire (le bilan des banques européennes est principalement situé en Europe), mais pourrait avoir des répercussions économiques, politiques et migratoires importantes pour des pays qui devront mettre en œuvre des politiques d'austérité imposées par le Consensus de Washington.

SCENARIO 3 : UN RISQUE CONTENU EN EUROPE, MAIS DES FAILLITES BANCAIRES MARGINALES

Ce scénario repose sur la confiance des citoyens européens maintenue dans les institutions monétaires européennes, malgré les aléas américains. En Europe, **le risque systémique sera contenu par la réglementation, la supervision de la BCE dans le cadre de l'Union bancaire.** Le système bancaire européen et donc français demeure solide.

Les crises sont bien souvent endogènes. L'économiste américain Hyman Minsky parle de **paradoxe de la tranquillité**. Il y a un effet de mémoire dans le système bancaire. Plus la dernière crise est présente dans les mémoires, moins il y a de risque, et inversement. La faillite du Crédit Suisse et la réaction de la Banque nationale suisse laisse augurer que les institutions

financières européennes se sont préparées à gérer une prochaine crise bancaire européenne.

Pour cela, la BCE devra continuer à être crédible d'un point de vue politique en poursuivant sa réduction de bilan et sa remontée des taux mais à un rythme moins soutenu qu'au cours du premier trimestre 2023. L'objectif sera d'accompagner le ralentissement de l'inflation globale (l'inflation dans certains secteurs continuent d'être très forte) qui s'opère dès à présent. A cet égard, la prochaine réévaluation ne devrait « que » de 25 points de base⁹.

Cette politique « logique » pour limiter l'inflation aura pour incidence d'abaisser le niveau de risque systémique. Si le système bancaire européen ne présente pas de failles endogènes, il devra s'attacher à surveiller efficacement un paradigme inédit depuis les Trente Glorieuses : **la gestion des banques d'un endettement à long terme sur la base de taux excessivement faibles (entre 0,5% et 1,5%)**. Les banques sont a priori capables de gérer ce risque par des mécanismes de couverture de taux. Pour autant, il apparaît que des comportements irrationnels peuvent émerger tels que la volonté d'aller miser sur des actifs mieux rémunérés et dont les taux sont plus élevés, mais plus risqués.

Ainsi, cette maîtrise des banques dont le risque est « systémique » n'empêchera pas l'effondrement de certaines banques dont les pratiques sont les moins vertueuses. A ce titre, l'effondrement de la Deutsche Bank est un risque loin d'être non négligeable, surtout si la panique bancaire s'emballe, à l'image du Crédit Suisse. La banque allemande a déjà perdu plus de 16% de sa valeur depuis le début du mois de mars 2023 (cf. graphique ci-dessous). Elle a alimenté la diminution des actions bancaires dans la zone euro, symbole d'un système qui vacille.

⁹ [BCE : vers une hausse limitée ?](#), La Tribune, 30 avril 2023

Évolution de la valeur de l'action de Deutsche Bank depuis février 2023¹⁰



En somme, il apparaît possible que **bien que le risque systémique soit contenu à l'échelle européenne, une faillite d'une banque européenne puisse avoir lieu** si celle-ci présente des pratiques risquées. Une attention particulière devra être apportée aux divergences d'endettement des États-membres, notamment des dettes des pays du Sud qui en cumulé dépassent encore les 700 milliards du MES.

¹⁰ Évolution de la valeur de l'action de Crédit Suisse depuis mai 2018, LesEchos Investir, mai 2023.

CONCLUSION

La crise bancaire de 2023 présente davantage de similarités avec la crise bancaire de 2008 qu'elle ne présente de divergences.

Elle puise ses racines dans l'hyper optimisme des investisseurs sur les innovations de rupture. Le secteur immobilier comme actif refuge est soumis à des risques endogènes très importants comme en 2008 avec une forte tension spéculative. Les marchés financiers sont moins paniqués mais créent toujours des produits financiers complexes que les banques ne maîtrisent pas totalement. **Les États-Unis présentent un niveau d'endettement public comme privé qui ne tient que sur leur politique internationale dans un contexte géopolitique toujours plus incertain.** Il n'y a jamais eu autant d'inégalités sur la planète avec la succession de crises qu'a connu le début du XXIème siècle (crise financière de 2008, crise des dettes souveraines 2010-2012, crise énergétique avec la guerre en Ukraine).

Les réglementations bancaires permettent pour l'instant d'éviter un scénario d'effondrement total « sur le modèle de 2008 ». L'Europe dispose d'une protection solide pour l'instant et d'une Banque centrale crédible. En revanche, de nouveaux risques sont apparus tels que la gestion d'emprunt à long terme sur des taux très faibles (entre 0,5% et 1,5%). Une banque européenne, particulière certes, a déjà fait faillite, donc le système bancaire n'est pas totalement protégé.

De surcroît, **l'Europe n'est pas protégée de risques économiques exogènes plus larges** : la perte de crédibilité économique américaine qui ne surmonte pas son endettement public comme privé ainsi qu'un basculement de la crise bancaire mondiale en crise des dettes souveraines dans les pays du Sud avec toutes les conséquences économiques, politiques et migratoires que l'on a déjà pu connaître dans les années 1980 et 1990.

Par **Matthieu Hocque**, Directeur adjoint des Études du Millénaire.

William Thay, Président du Millénaire

Crédit photo : [Locaux de Lehman Brothers](#) avant la faillite via Wikimedia Commons [sous licence CC BY-SA 3.0](#)



Le Millénaire est un groupe de réflexion spécialisé sur les questions de politiques publiques. Il est composé d'une centaine de contributeurs de divers horizons — cadres du privé, du public, chercheurs, chefs d'entreprises — et chacun expert dans son domaine.

Président : William THAY

Secrétaire générale : Marion PARISSET

Vice-présidents: Gilles BÖSINGER et Olivier BODO

Directeur des études : Clement PERRIN

Directeurs adjoints des études: Pierre CLAIRE et Matthieu HOCQUE

Communication : communication@lemillenaire.org

Presse : presse@lemillenaire.org

Et pour suivre toutes les actualités du Millénaire :

<http://lemillenaire.org>



Mentions légales : L'ensemble de ce rapport relève de la législation française et internationale sur le droit d'auteur et de la propriété intellectuelle. Tous les droits de la reproduction sont réservés à l'association « Le Millénaire », la reproduction de tout ou partie de ce rapport sur quelque support que ce soit est formellement interdite sauf autorisation expresse du Président de l'association.