

Introduction à la Macroéconomie

ECO 1502

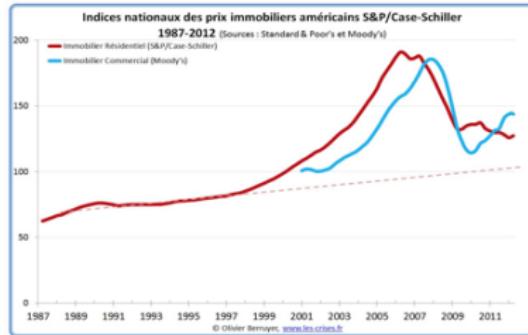
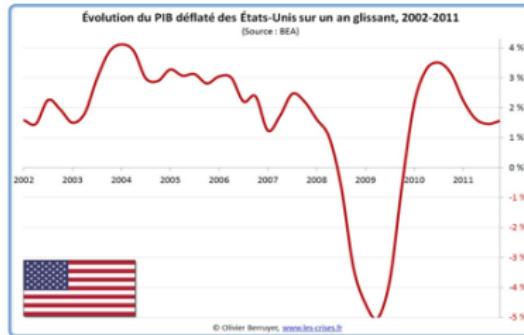
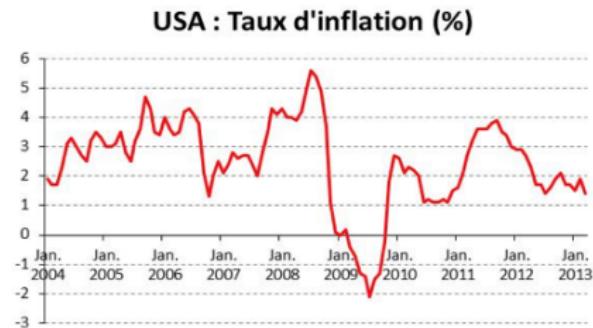
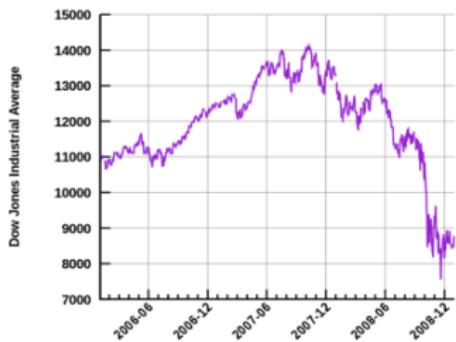
Cours : Les crises financières

Objectifs

Ce chapitre ...

- Décrit le rôle des attentes irrationnelles et des leviers financiers dans les crises financières.
- Détermine comment les titres adossés à des créances hypothécaires ont contribué à la multiplication des prêts à haut risque consentis.
- Explique comment l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis a provoqué une crise du crédit, puis une contraction de la production.
- Décrit les politiques monétaires et budgétaires adoptées pour réagir à la crise financière de 2009.
- Décrit les différents outils qui peuvent servir à stimuler l'économie quand les taux d'intérêt se situent près de la borne du zéro.

Des images qui résument la crise



Origines des crises financières

Deux notions connexes se trouvent au coeur de la plupart des crises financières :

- ① Les attentes irrationnelles**
- ② Les leviers financiers**

Origines des crises financières

Deux notions connexes se trouvent au coeur de la plupart des crises financières :

- ① **Les attentes irrationnelles** : Il arrive que le prix d'un actif gonfle au point où plus personne ne peut expliquer précisément pourquoi il devrait avoir autant de valeur.
 - **L'instinct grégaire** : Les investisseurs achètent quelque chose (p. ex. titres populaires - RIM, Nortel, etc.) simplement parce que tout le monde le fait.
 - **L'effet de récence** : Les humains ont tendance à surévaluer ses récentes expériences lorsqu'il tente de prédire l'avenir.

Origines des crises financières

Deux notions connexes se trouvent au coeur de la plupart des crises financières :

② Les leviers financiers : La pratique qui consiste à emprunter des fonds pour financer des investissements.

- Permettent à une personne ou à une entreprise d'investir un montant de loin supérieur à celui qu'elle possède en réalité.
- Ne sont pas nécessairement dangereux en soi, tant qu'il est limité et que l'investisseur comprend bien les risques.

Les leviers financiers et les attentes irrationnelles à l'égard d'un marché peuvent constituer une combinaison explosive.

Exemple de crise: la bulle des mers du Sud

- Vers la fin du XVII^e siècle, le marché boursier en était à ses débuts en Angleterre.
- C'est dans ce nouveau contexte que la Compagnie des mers du Sud vit le jour.
 - Le gouvernement lui ayant octroyé un monopole sur le commerce entre l'Angleterre et l'Amérique du Sud, ses actions suscitaient un immense intérêt. **Augmentation de presque 700%!**
 - La raison d'une telle augmentation n'a jamais été absolument claire.
 - Inévitablement, la folie finit par prendre fin! Le cours des actions de la Compagnie des mers du Sud chuta.
 - Beaucoup d'investisseurs furent ruinés entre autre Isaac Newton qui a perdu l'équivalent d'environ 5 millions de dollars d'aujourd'hui.
 - Le Parlement anglais a adopté la loi connue sous le nom de "**Loi sur les bulles**".

Exemple de crise: le grand krach de 1929

- La pire crise est le célèbre krach boursier d'**octobre 1929 aux États-Unis**.
- Le grand krach de 1929 et la Grande Dépression qui s'en est suivie ont été provoqués par une autre bulle pendant les années 1920: "**Les années folles**" .
 - Les soldats de retour chez eux après la fin de la Première Guerre mondiale avaient stimulé la production grâce à une main-d'oeuvre supplémentaire.
 - De nouvelles technologies comme le cinéma, la radio et les automobiles suscitaient une excitation généralisée.
 - Beaucoup de gens se mirent alors à acheter des actions sur marge.
 - L'économie canadienne croissait à un taux élevé de 9 %.

Exemple de crise: le grand krach de 1929

- La pire crise est le célèbre krach boursier d'**octobre 1929 aux États-Unis**.
- Le grand krach de 1929 et la Grande Dépression qui s'en est suivie ont été provoqués par une autre bulle pendant les années 1920: "**Les années folles**" .
 - Les soldats de retour chez eux après la fin de la Première Guerre mondiale avaient stimulé la production grâce à une main-d'oeuvre supplémentaire.
 - De nouvelles technologies comme le cinéma, la radio et les automobiles suscitaient une excitation généralisée.
 - Beaucoup de gens se mirent alors à acheter des actions sur marge.
 - L'économie canadienne croissait à un taux élevé de 9 %.
- Cependant, en 1928, la croissance commença à stagner à 0%.

Exemple de crise: le grand krach de 1929

- La pire crise est le célèbre krach boursier d'**octobre 1929 aux États-Unis**.
- Le grand krach de 1929 et la Grande Dépression qui s'en est suivie ont été provoqués par une autre bulle pendant les années 1920: "**Les années folles**" .
 - Les soldats de retour chez eux après la fin de la Première Guerre mondiale avaient stimulé la production grâce à une main-d'oeuvre supplémentaire.
 - De nouvelles technologies comme le cinéma, la radio et les automobiles suscitaient une excitation généralisée.
 - Beaucoup de gens se mirent alors à acheter des actions sur marge.
 - L'économie canadienne croissait à un taux élevé de 9 %.
- Cependant, en 1928, la croissance commença à stagner à 0%.
 - Sécheresses dans les Prairies et une récolte de blé désastreuse.
 - Dégringolade du marché boursier aux États-Unis ainsi qu'à l'échelle internationale.
 - Montée d'un protectionnisme commercial partout dans le monde.

Le grand krach de 1929

- Ces événements ont mené à la Grande Dépression.
- Il a causé des ravages tout au long des années 1930, ralentissant la production et élevant le taux de chômage en zone urbaine canadienne jusqu'à 19
- Au cours des quatre années qui suivirent, la production fut presque coupée de moitié.

Le grand krach de 1929

- Ces événements ont mené à la Grande Dépression.
- Il a causé des ravages tout au long des années 1930, ralentissant la production et élevant le taux de chômage en zone urbaine canadienne jusqu'à 19
- Au cours des quatre années qui suivirent, la production fut presque coupée de moitié.
- Ce n'est qu'en 1933 que l'économie canadienne reprit de la vitesse en raison d'un accroissement de la demande des pays étrangers pour nos produits:
 - L'économie connut alors une croissance de
 - 12 % en 1933
 - 4 % en 1934
 - 8 % en 1935
- Les exportations passèrent de 20% de l'économie canadienne en 1931 à 30 % en 1936.

Les années 1970 et 1980

- L'économie canadienne se heurta à de nouvelles difficultés dans les années 1970, quand elle fut frappée par deux chocs pétroliers mondiaux qui menèrent à une **stagflation** en 1973-1974
 - Tandis que le taux de chômage augmentait, la principale préoccupation était l'inflation.
 - Les prix à la consommation augmentaient au rythme de 10 % par année au cours de la décennie.
- Le Canada ne connut pas d'autre récession avant les années 1980.
 - À la suite d'une forte inflation conjuguée de taux d'intérêt élevés (presque 20%), ainsi que d'un contrôle des salaires et des prix par l'État, les dépenses de consommation commencèrent à diminuer.
 - L'économie canadienne subit une diminution du PIB durant 6 trimestres consécutifs ce qui représentait une baisse de 4,8 % par rapport au pic atteint).
 - Il s'agissait du déclin le plus long et pénible depuis les années 1930.

Crises financières et économiques: cas du Canada

- Depuis la Grande Dépression, le Canada a adopté plusieurs lois visant à prévenir d'autres crises semblables dans l'avenir.
 - La Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC).
 - Les provinces disposent également de leur propre commission des valeurs mobilières qui applique sa propre loi en la matière.
- Ces réformes ont contribué à une longue période de relative stabilité des marchés financiers.
 - Pendant des décennies, l'économie canadienne a progressé sans connaître la moindre crise financière ni d'importantes contractions de la production.
 - Peut-être l'économie mondiale en avait-elle fini des journées de bulles et de paniques.
 - Au milieu des années 2000, cette perception, parfois qualifiée de "Grande Modération", était soutenue par les milieux universitaires et politiques.
 - Malheureusement, moins de cinq ans plus tard, l'économie mondiale allait de nouveau connaître une profonde récession.

Les prêts à haut risque (subprime)

- Pour comprendre la crise financière qui a frappé les États-Unis en 2008, il faut d'abord examiner le marché immobilier.
- Un nouvel outil financier arrive sur les marchés : Les prêts hypothécaires à haut risque.
 - Un prêt hypothécaire à haut risque : un prêt hypothécaire consenti à un emprunteur dont la cote de solvabilité est faible.
- Les prêts hypothécaires à haut risque sont devenus possibles grâce à la titrisation.
 - **Titrisation : La pratique qui consiste à regrouper des créances, notamment les emprunts hypothécaires et les soldes de cartes de crédit, en un seul actif uniforme facile à acheter et à vendre.**
- Vers la fin des années 1990, des banques d'investissement ont commencé à acheter des prêts hypothécaires auprès des banques locales qui les avaient consentis.
- Elles ont ensuite créé des titres adossés à des créances hypothécaires, lesquels constituaient des actifs négociables composés de groupes de prêts hypothécaires distincts dont la valeur

Les prêts à haut risque (subprime)

- La titrisation des prêts hypothécaires permettait aux banques locales de réduire leur exposition aux risques en vendant des créances hypothécaires à des investisseurs.
- Ces derniers tiraient des profits des versements hypothécaires en s'engageant toutefois à assumer les pertes en cas de défaut de paiement.
- Les groupes de créances étaient aussi divisés en tranches présentant chacune des caractéristiques différentes en matière de risque et de rendement.
 - Des tranches de prêts hypothécaires fiables à faible risque aux investisseurs manifestant la plus grande aversion (taux de rendement faible)
 - Des tranches de prêts hypothécaires moins fiables à haut risque aux investisseurs manifestant une attirance pour le risque (taux de rendement plus élevé).

Les prêts à haut risque (subprime)

Quel était donc le but de ce tour de passe-passe financier ?

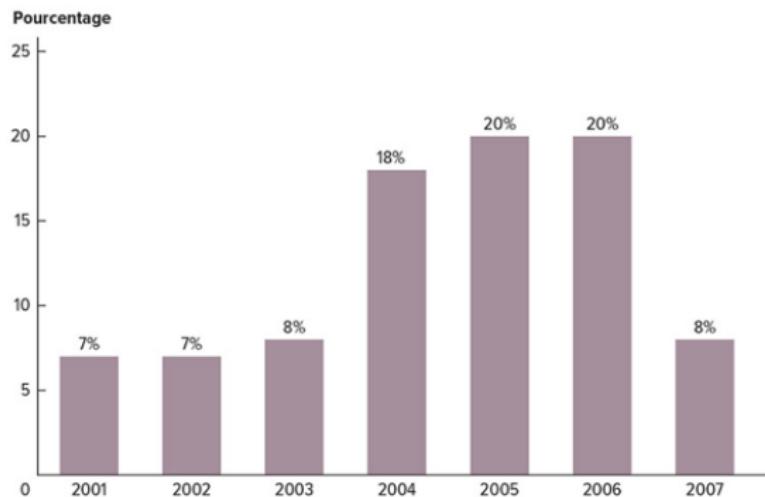
- Il permettait aux banques locales de même qu'aux banques de crédit hypothécaire d'accroître leurs profits en consentant des prêts qu'elles auraient autrefois refusé d'accorder en raison d'un niveau de risque trop élevé.
- Il leur était désormais possible de vendre ces prêts à des banques d'investissement, lesquelles pouvaient à leur tour réaliser des profits en les titrisant, pour ensuite les revendre.
- Les investisseurs avaient un tel appétit pour les titres adossés à des créances hypothécaires que les banques locales n'arrivaient pas à accorder de prêts assez vite pour suffire à la demande.
- En 2006, les prêts à haut risque représentaient un peu plus de 20 % du marché hypothécaire, alors que cette catégorie existait à peine une décennie auparavant.

Les prêts à haut risque (subprime)

- Au Canada, le système bancaire et les modalités de prêts hypothécaires se veulent beaucoup plus stricts.
- Une étude menée par le Forum économique mondial a placé le Canada au premier rang des pays aux systèmes bancaires les plus sûrs au monde.
- On était protégé contre l'épidémie qui frappait alors le marché américain.

Les prêts à haut risque (subprime)

La croissance du marché des prêts hypothécaires à haut risque



Cette figure montre les pourcentages des prêts hypothécaires à haut risque par rapport à l'ensemble des nouveaux prêts hypothécaires consentis de 2001 à 2007. Autrefois, les nouveaux prêts hypothécaires à haut risque constituaient moins de 10 % de l'ensemble des nouveaux prêts hypothécaires accordés dans l'année. La situation a changé en 2004, alors que la proportion des nouveaux prêts hypothécaires à haut risque a doublé par rapport à l'ensemble des nouveaux prêts hypothécaires consentis.

Source: *The State of the Nation's Housing*, Harvard University Joint Center for Housing Studies, 2008.

La bulle immobilière (suite)

La bulle immobilière a été créée par une série d'actions des banques et des propriétaires.

- La soudaine explosion des prêts hypothécaires à peu de frais et facilement accessibles aux États-Unis a encouragé l'achat de maisons plus grandes et plus luxueuses que ne le leur permettaient leurs moyens.
- **Un prêt hypothécaire est une forme de « levier financier »** : La mise de fonds ne constitue qu'une fraction de la valeur de la propriété et on emprunte la différence.
- La frénésie de la forte augmentation de la demande pour les propriétés s'accompagnait d'une hausse marquée du prix des maisons.

La bulle immobilière (suite)

- L'escalade des prix des propriétés était une bulle classique. Les gens achetaient des maisons en s'attendant à ce qu'elles continuent à prendre de la valeur.
- Tant que les prix des maisons continuaient à monter, les emprunteurs se contentaient de les refinancer quand venait le temps de payer.
- Ils se servaient de la nouvelle valeur accrue de leurs propriétés en guise de garantie pour contracter de nouveaux prêts hypothécaires comportant des conditions plus avantageuses.
- Toutefois, quand les prix des propriétés ont cessé d'augmenter, des millions de propriétaires se sont retrouvés avec des versements qu'il leur était impossible d'effectuer pour payer des propriétés résidentielles qui avaient fait l'objet d'énormes leviers financiers.

La bulle immobilière (suite)

L'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis



Ce graphique montre la hausse rapide des prix des propriétés de 1999 à 2006. Comme on peut le constater, les prix ont atteint un sommet au début de l'année 2007, pour ensuite dégringoler abruptement. Il s'agit d'une énorme bulle à l'échelle nationale (comme en témoigne l'indice composite national représenté par la ligne bleue), les prix ayant en moyenne doublé dans un intervalle de sept ans. L'éclatement de la bulle est représenté par la subite baisse du nombre de mises en chantier, suivie d'une réduction marquée des prix des propriétés.

La bulle immobilière (suite)

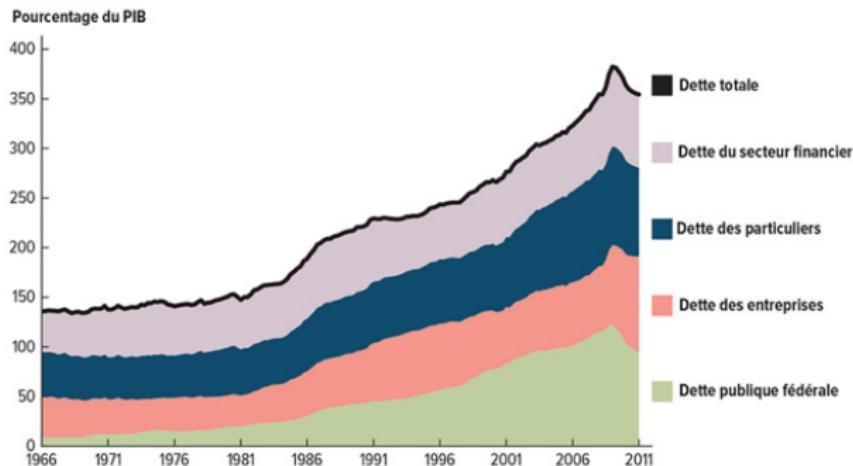
- La bulle immobilière peut être observée par la **hausse rapide des prix des maisons aux États-Unis et le nombre de nouvelles mises en chantier.**
- Augmentation rapide du prix des maisons de 1999 à 2006.
- Pic des prix en 2007 suivi de la dégringolade.

Les achats à crédit

- Remplis d'un sentiment de richesse suscité par le gonflement de la valeur de leur propriété, **les consommateurs américains ont commencé à épargner moins et à dépenser plus.**
 - Beaucoup ont offert la valeur de leur maison **en garantie** pour contracter des prêts ou faire relever les limites de leurs cartes de crédit.
 - Ces nouvelles dépenses font que les consommateurs s'endettent de plus en plus pour soutenir leurs habitudes de consommation.
 - Il y a un **accroissement de la dette des ménages**, lequel s'est accéléré lorsque le marché immobilier a pris son envol et que les consommateurs ont commencé à emprunter davantage.

Les achats à crédit

Les tendances en matière d'endettement dans l'histoire des États-Unis



Chaque couleur correspond à un type de dette différent. La largeur de chaque couleur représente l'ampleur de la dette de chaque catégorie, alors que la hauteur totale de toutes les catégories prises ensemble, illustrée par la ligne noire, représente la dette totale. Depuis les années 1960, aux États-Unis, la proportion de la dette totale par rapport au PIB a plus que doublé, passant d'à peine 150 % à plus de 350 % du PIB aujourd'hui. Cette hausse provient largement des secteurs financier et public, la dette de ce dernier étant passée d'un pourcentage à un chiffre à environ 100 % du PIB.

Les achats à crédit

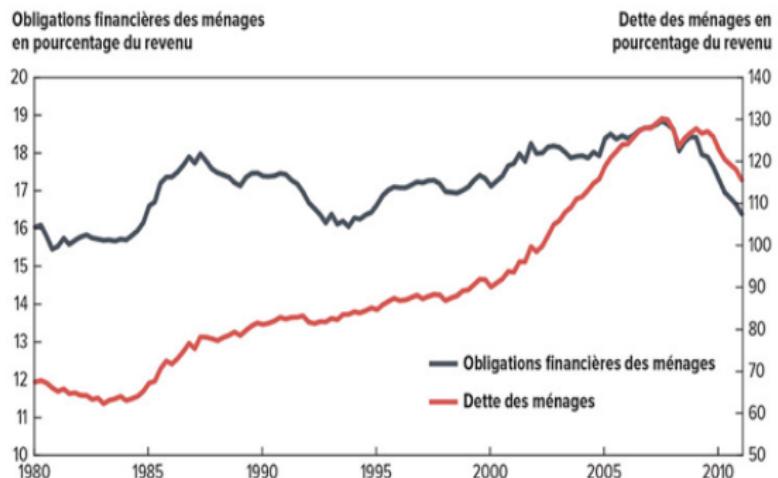
- Si les consommateurs pouvaient se permettre un tel niveau d'endettement, c'est que les **taux d'intérêt étaient vraiment bas.**
- La réduction des taux d'intérêt rendait les emprunts, et par conséquent l'endettement, beaucoup plus abordable.
 - Pour évaluer l'endettement des consommateurs, les économistes recourent à la notion du " service de la dette ".
 - Le **service de la dette** : Montant que les consommateurs doivent dépenser pour payer leurs dettes, souvent exprimé en pourcentage du revenu disponible.

Les achats à crédit

- Au cours des deux décennies qui ont mené à la crise de 2008, comme les taux d'intérêt étaient peu élevés, les consommateurs pouvaient s'endetter davantage sans que cela augmente considérablement l'ampleur du service de la dette qu'ils devaient payer.
- La figure à la page suivante montre l'écart entre l'accroissement du niveau d'endettement et la relative stabilité du service de la dette.
- **Ce niveau d'endettement ne pouvait être supportable que tant que les taux d'intérêt restaient bas et que les valeurs des propriétés demeuraient élevées.**
 - Si quoi que ce soit tournait subitement mal, les consommateurs feraient face à de graves difficultés.

Les achats à crédit

Le service de la dette et le niveau d'endettement total



La dette des ménages a connu un hausse considérable, puisqu'elle a presque doublé en passant d'environ 70 % à près de 120 % du revenu disponible total, mais les paiements consacrés au remboursement de cette dette par les ménages n'ont pas beaucoup augmenté, car le prix de la dette est demeuré abordable grâce aux faibles taux d'intérêt.

Une brève chronologie de la crise

L'effondrement financier s'est amorcé dans le marché immobilier, avec les prêts hypothécaires à haut risque. **Voici la séquence des évènements.**

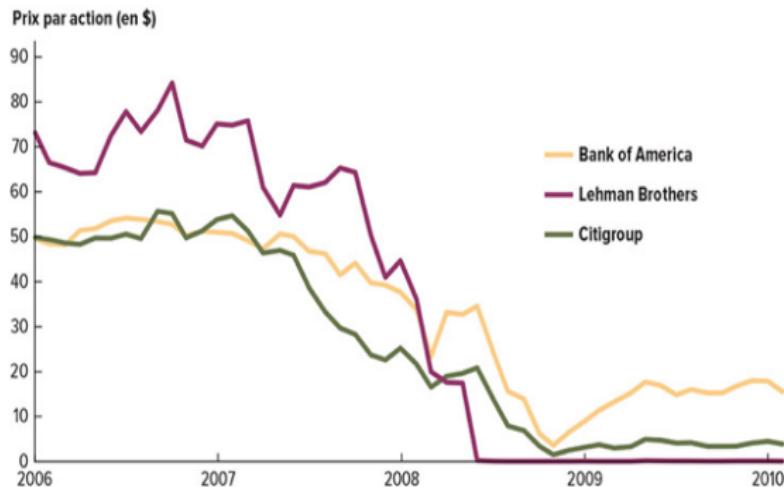
- ① Quand les prix des maisons ont cessé d'augmenter et qu'ils ont même commencé à baisser, les consommateurs n'ont plus été en mesure de refinancer leurs prêts.
- ② Un grand nombre de propriétaires ont tout simplement cessé de rembourser leurs prêts hypothécaires.
- ③ Le grand volume de défaut provoque une forte augmentation de l'offre de propriétés ce qui a entraîné une autre vague de défauts de paiement.
- ④ Les consommateurs se sont soudainement retrouvés " submergés ", aux prises avec une créance hypothécaire supérieure au prix de leur maison sur le marché.
- ⑤ Un cercle vicieux de défauts de paiement et de chutes de prix s'est enclenché

Une brève chronologie de la crise

- ⑥ Les placements immobiliers les plus à risque ont perdu toute valeur.
 - Les banques ont perdu des billions de dollars.
- ⑦ Il était difficile de dire quelles banques avaient été les plus durement touchées par la débâcle financière.
 - En conséquence, tout le système d'emprunts et de prêts de l'économie s'est trouvé paralysé.
- ⑧ Plus personne ne voulait prêter à personne, au cas où cela s'avérerait présenter un mauvais risque.
- ⑨ Les grandes institutions et entreprises qui avaient déposé de l'argent auprès des banques d'investissement ont commencé à retirer leurs fonds, ce qui a entraîné une liquidation massive.
- ⑩ La diminution de la consommation et des dépenses d'investissement a alors entraîné un déplacement de la courbe de la demande globale vers la gauche.

Une brève chronologie de la crise

Le cours des actions des principales banques



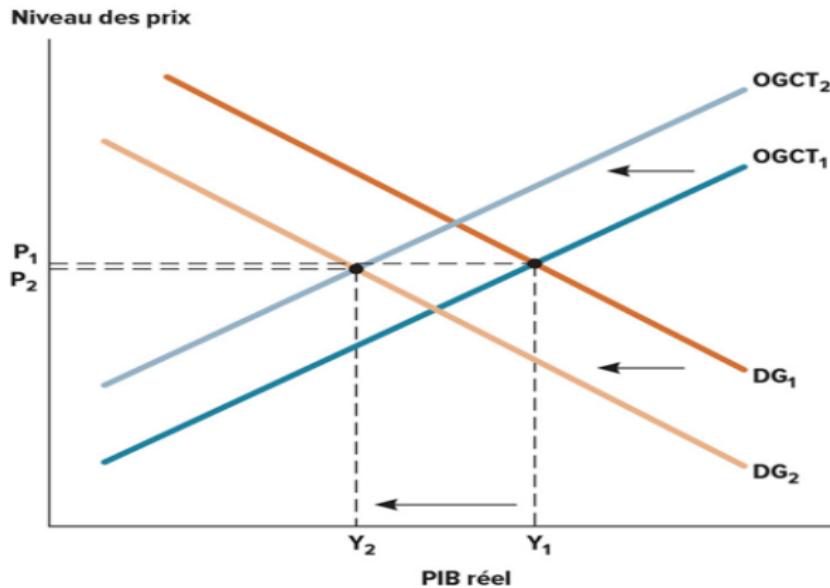
Grâce au boom immobilier, le secteur financier a connu un bon rendement durant les années qui ont mené à la crise. La situation a pris fin lorsque de nombreuses banques ont annoncé qu'elles détenaient de grandes quantités d'actifs toxiques. À compter du mois de février 2007, les prix ont commencé à diminuer. Puis, en septembre 2008, le cours des actions de tout le secteur financier a dégringolé au moment où la crise a frappé.

Une brève chronologie de la crise

[http://www.lemonde.fr/economie/video/2017/08/11/
video-la-crise-des-subprimes-expliquee_5171347_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/video/2017/08/11/video-la-crise-des-subprimes-expliquee_5171347_3234.html)

La crise selon le modèle DG-OG

La demande globale et l'offre globale durant la crise financière



À cause de l'effondrement du marché immobilier, la courbe de la demande globale et la courbe de l'offre globale se sont toutes deux déplacées vers la gauche, ce qui a amené l'économie à un nouveau point d'équilibre, où les prix étaient plus bas et la production, considérablement réduite.

La crise selon le modèle DG-OG

- À cause de l'effondrement du marché immobilier, la courbe de la demande globale et la courbe de l'offre globale se sont toutes deux déplacées vers la gauche.
- Ensemble, ces déplacements ont amené l'économie à un nouveau point d'équilibre, où la production était réduite.
- Les prix ont alors baissé, parce que l'incidence du déplacement de la courbe de la demande globale vers la gauche était supérieure à celle du déplacement de la courbe de l'offre globale vers la gauche.

Les réactions immédiates à la crise

- Les dirigeants politiques ont eu recours aux politiques budgétaire et monétaire pour essayer d'éviter une débâcle économique catastrophique.
- Ces politiques devaient avoir pour objectif de débloquer les marchés du crédit complètement figés.
 - Les économistes craignaient que toute tentative de stimuler la demande globale sans s'occuper d'abord de la faiblesse de l'offre s'avère au mieux inefficace, et au pire dangereux.
 - Cela aurait notamment pu entraîner une stagflation.

Les réactions immédiates à la crise

- Les défis auxquels faisait face le système financier découlaient de ces deux éléments fondamentaux que sont la liquidité et la solvabilité.
 - Le problème le plus pressant résidait dans la liquidité.
- Malgré la solidité du secteur bancaire canadien, les banques n'étaient pas disposées à se consentir mutuellement des prêts, car on ignorait quelles banques subissaient des pertes.
 - Il n'y avait pas suffisamment d'argent en circulation dans le système pour permettre la poursuite des transactions.
- En décembre 2008, la Banque du Canada a réduit son taux d'escompte à son niveau le plus bas depuis 1958.

Les réactions immédiates à la crise

- Le Trésor américain a entrepris la dure tâche de s'occuper des banques qui avaient un problème de solvabilité, le terme "problème de solvabilité".
- Bien qu'aucune banque au Canada n'ait eu besoin d'un renflouement gouvernemental comme ce fut le cas aux États-Unis.
 - Toutefois, certains rapports du Centre canadien de politiques alternatives portent à croire que le secteur bancaire du pays aurait peut-être secrètement bénéficié d'une aide financière massive du gouvernement fédéral.
- L'industrie automobile a demandé des garanties de prêts aux gouvernements fédéral et provinciaux.
- Le secteur de l'automobile était considéré comme **trop gros pour faire faillite (too big to fail)** (c'est-à-dire qu'il était tellement important par ses actifs ou ses travailleurs que la faillite de l'un des grands constructeurs automobiles risquait d'entraîner un **effet domino**).
 - Il a pris une politique budgétaire pour les sauver de la faillite.



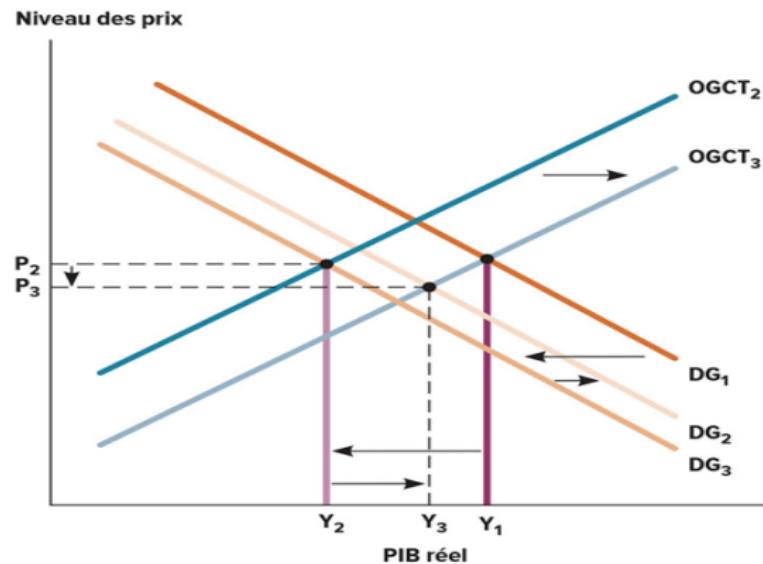
Les réactions immédiates à la crise selon le modèle DG-OG

Les réponses de la Banque du Canada et du gouvernement peuvent être comprises à l'aide du modèle DG-OG.

- L'économie entre dans la crise financière.
- La Banque et le gouvernement rétablissent l'OG à son niveau initial.
- La baisse des taux d'intérêt stimule légèrement la demande.
- La demande globale léthargique provoque :
 - Prix plus bas.
 - Production plus forte (mais pas au niveau d'origine).

Les réactions immédiates à la crise selon le modèle DG-OG

Le rétablissement de l'offre globale attribuable à l'intervention de la Banque du Canada et du gouvernement



La Banque du Canada et le gouvernement ont tous deux réagi à la diminution marquée du crédit disponible sur le marché. Leurs réactions ont permis d'injecter suffisamment d'argent dans le marché pour stimuler l'offre et la demande globales, même si en raison de la demande globale stagnante, la production est demeurée bien au-dessous des niveaux d'avant l'effondrement (Y).

Stimulation de l'économie en présence de taux d'intérêt près de la borne du zéro

- La Banque du Canada a réduit l'objectif du taux de financement à un jour de 4% (avant la crise) à 1% en janvier 2009.
- La faiblesse de la demande justifiait de nouvelles réductions - En avril 2009, le taux était de 0,25% et, pratiquement, se situait à zéro.
- Comme les dettes des ménages au Canada étaient gérables, la baisse des taux d'intérêt a suscité un désir d'emprunter et l'économie a commencé à se redresser.

Stimulation de l'économie en présence de taux d'intérêt près de la borne du zéro

- La situation aux États-Unis était différente.
- La Fed a pris des mesures supplémentaires, connues sous le nom de politiques d' **assouplissement quantitatif (quantitative easing)**, qui augmentent directement la masse monétaire d'un certain montant.
- Il a acheté pour plus de 1 billion de dollars d'obligations à long terme avec de l'argent nouvellement créé dans le but d'injecter plus d'argent dans l'économie.

Notes

Politiques budgétaire et monétaires en période de COVID-19 au Canada

[https:](https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/nouvelles/2020/03/le-canada-enonce-des-mesures-de-soutien-a-leconomie-et-au-se.html)

[//www.canada.ca/fr/ministere-finances/nouvelles/2020/03/
le-canada-enonce-des-mesures-de-soutien-a-leconomie-et-au-se
html](https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/nouvelles/2020/03/le-canada-enonce-des-mesures-de-soutien-a-leconomie-et-au-se.html)