

## Crise financière : pas la première et pas la dernière Un retour historique sur les crises des 30 dernières années

La crise qui secoue le système financier mondial a récemment pris une tournure quasi apocalyptique (graphiques 1 et 2). En l'espace d'une semaine, deux des plus grandes banques d'investissement des États-Unis ont cessé leurs activités, et la plus importante compagnie d'assurance au pays a dû être sauvée par les autorités monétaires, forçant le Trésor à mettre sur pied un vaste plan de sauvetage.

Bien que les sommes engrangées jusqu'à maintenant afin de contenir les effets de la crise semblent sans précédent, les épisodes de crise financière sont nombreux. Une étude du Fonds monétaire international (FMI) montre que depuis 1970 près de 125 crises bancaires systémiques ont été répertoriées à l'échelle du globe.

Dans une série en trois volets, nous tenterons d'établir si le plan de 700 G\$ US proposé par le Trésor américain sera suffisant pour rétablir le bon fonctionnement du système financier. Puis, nous évaluerons l'impact potentiel de l'accroissement significatif de la dette publique sur les taux d'intérêt réels, le dollar américain et le solde au compte courant. Au préalable, ce *Point de vue économique* fait un retour sur les crises financières passées. Afin de circonscrire nos recherches et de dresser un parallèle pertinent avec la crise du crédit hypothécaire en cours, nous nous limitons uniquement aux crises bancaires ayant posé un risque systémique mondial. Nous en synthétisons les principales causes, puis nous répertorions les répercussions potentielles sur les marchés financiers et l'économie.

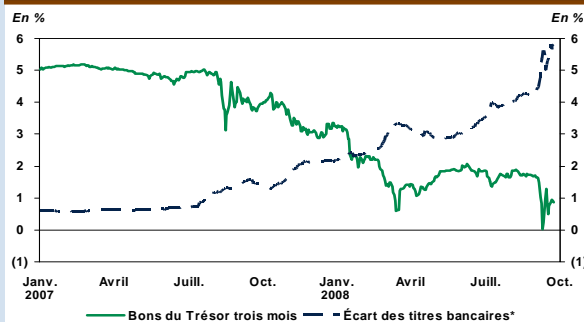
Un retour sur les épisodes passés montre que les éléments déclencheurs et la durée d'une crise financière sont très variés. Toutefois, il ressort qu'après bon nombre de mesures visant à limiter ses effets néfastes, la résolution complète, dans la plupart des cas, n'est permise que par une intervention musclée et rapide de l'État. Dans ce contexte, il semble clair que le dénouement de la crise actuelle du crédit hypothécaire à risque passera inévitablement par l'adoption du plan Paulson.

Graphique 1 – La crise a atteint un paroxysme en septembre



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Les marchés sont devenus très risquophobes



\* Par rapport aux obligations américaines.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Hendrix Vachon**

Économiste

**Yves St-Maurice**

Directeur et économiste en chef adjoint

**Martin Lefebvre**

Économiste principal

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

## CAUSES ET RÉPERCUSSIONS

Au cours des dernières décennies, les crises financières ont été nombreuses et les causes multiples. Elles ont dévoilé les défaillances bancaires d'un pays (par exemple, fragilité des bilans des banques et crédit excessif), des politiques macroéconomiques inappropriées (par exemple, régime de taux de change et dette étrangère élevée) ou des influx massifs de capitaux étrangers. La plupart des crises sont survenues dans des pays en développement qui souffrent habituellement de graves problèmes structurels, de marchés financiers peu ou mal développés et réglementés, et d'un manque de compétence et de savoir-faire de la part des autorités. Toutefois, cela ne met pas à l'abri les pays industrialisés qui ont eux aussi connu leur lot de crises.

Étant donné le régime de taux de change flexible généralement associé à une économie industrialisée, les crises financières enregistrées depuis les trente dernières années sont surtout d'ordre bancaire. Une crise bancaire est souvent observable lorsque les institutions financières ne sont plus en mesure de rembourser leurs emprunts de court terme. Cela peut résulter d'un accroissement des défauts de paiement de la part des entreprises, qui conduit à une augmentation marquée des prêts douteux et à un tarissement du capital des banques. Le déclenchement d'une crise concorde parfois avec une ruée bancaire, caractérisée par une perte de confiance des petits

épargnants, mais, la plupart du temps, il témoigne des difficultés d'institutions financières ayant le potentiel de poser un risque systémique (voir l'encadré au bas de la page pour un aperçu des différents risques financiers).

Les crises financières peuvent être très dommageables pour un pays et même pour l'ensemble de la planète lorsqu'il y a des effets de contagion. Dans un premier temps, la crise se répercute principalement sur les marchés financiers par une correction boursière ou immobilière. Toutefois, son aggravation peut conduire à une dégradation marquée de l'économie réelle, voire une récession. Cela se manifeste généralement par un resserrement des conditions du crédit, qui entraîne une baisse de l'investissement et des dépenses de consommation.

## CRISES FINANCIÈRES : ÉPISODES PASSÉS<sup>1</sup>

Aux États-Unis seulement, au moins six crises financières peuvent être répertoriées. En tenant compte de la grande dépression des années 30, les États-Unis vivent actuellement leur troisième crise majeure, et l'histoire a été marquée de trois autres épisodes de crise bancaire de plus faible ampleur.

<sup>1</sup> Voir le [Dossier spécial sur les crises financières](#).

### Quelques définitions du risque

Le risque réfère à la probabilité qu'un danger, qu'une perte financière, ou qu'un autre type d'événement malencontreux puisse survenir. En finance, on peut distinguer trois types de risque : le risque systémique, le risque spécifique et le risque systématique.

**Risque systémique** : C'est le risque d'un dysfonctionnement du système financier dans une vaste zone ou dans le monde entier, par le biais des engagements croisés entre les différents acteurs des marchés. Ce risque ne peut être réduit en le diversifiant. La régulation des marchés financiers permet de réduire ce risque, mais lorsqu'il se matérialise, seules les banques centrales, dans leur rôle de prêteur de dernier recours, ou les gouvernement, sont en mesure d'y remédier.

**Risque spécifique** : C'est le risque propre à chacune des entreprises. Il résulte uniquement d'éléments qui affectent une entreprise en particulier et non l'ensemble d'un secteur d'entreprises. Parmi ces éléments, on peut citer comme exemple la mauvaise gestion de l'entreprise, une perte sur un mauvais investissement, un incendie ou des malfaisants qui détruisent une usine, etc.

**Risque systématique** : Aussi appelé le risque de marché, c'est le risque dû aux fluctuations générales des marchés et de l'économie. Contrairement au risque spécifique, le risque systématique affecte l'ensemble d'un secteur d'entreprises, voire plusieurs secteurs lorsque ceux-ci sont interreliés. Le risque peut porter sur la croissance économique, les taux d'intérêt, l'inflation, les taux de change, les cours des matières premières, la météo, etc.

En termes de gestion de portefeuille, le risque systématique, qui est attribuable aux fluctuations générales du marché, peut difficilement être éliminé par la diversification des titres contenus dans un portefeuille. De son côté, le risque spécifique propre à chacun des titres peut être réduit par une bonne diversification.

Ainsi, sans rien enlever à la gravité et à la complexité de la crise actuelle, cet épisode s'insère parfaitement dans le cours « normal » de l'histoire financière et économique américaine.

### Crise américaine de 1966

La première crise financière des temps modernes a éclaté en 1966. Au moment où la Réserve fédérale (Fed) tentait de combattre la surchauffe économique par une politique monétaire restrictive, la crise est survenue à la suite d'une trop forte augmentation des prêts accordés aux entreprises. Pour trouver les fonds nécessaires, les banques avaient liquidé leurs réserves en titres obligataires moins risqués. En plus d'augmenter le risque encouru par les institutions financières, cela est venu exercer des pressions à la hausse sur les taux obligataires et accroître les écarts de taux sur le marché du crédit.

- Afin de résoudre la crise, la Fed a dû intervenir grâce à l'octroi de prêts de plus long terme aux banques, sous la condition que celles-ci réduisent leur financement accordé aux entreprises.

### Crise américaine de 1969

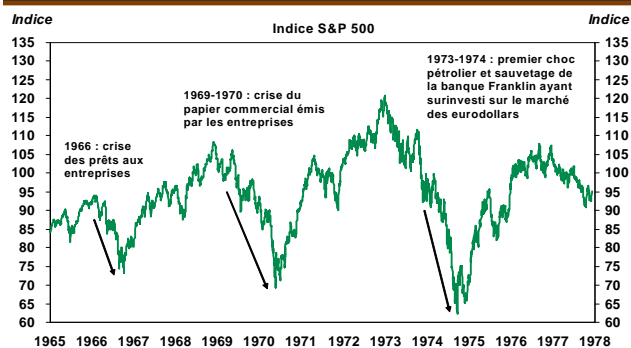
En 1969, plutôt que de se tourner uniquement vers les banques pour se financer, les entreprises s'étaient mises à émettre des titres de dettes de court terme, sous forme de papier commercial. Préalablement à l'émission, les entreprises obtenaient une ligne de crédit auprès d'une banque qu'elles pouvaient utiliser lorsque le détenteur du papier ne le rachetait pas à l'échéance. Les problèmes ont véritablement débuté au premier trimestre de 1970 lorsqu'une importante société ferroviaire, la Penn Central, a fait faillite et que les craintes se sont répandues chez tous les détenteurs de papier commercial. Les écarts de crédit se sont rapidement accrus et l'on a craint que les banques ne puissent pas satisfaire leur engagement en matière de lignes de crédit préapprouvées aux entreprises.

- Pour résoudre la situation, la Fed s'est une fois de plus engagée à prêter des fonds aux banques en difficulté afin qu'elles puissent tenir leur engagement, ce qui revenait en pratique à garantir le papier commercial.

### Crise américaine de 1974

En 1974, une troisième crise financière en moins de dix ans est venue frapper de plein fouet le système bancaire américain (graphique 3). À cette époque, la banque *Franklin National* avait adopté une stratégie d'expansion agressive en Europe, financée par des emprunts massifs sur le marché des eurodollars par le biais des certificats de placement

**Graphique 3 – Crises de crédit des années 60 et 70 : le rapprochement des crises a nui à la croissance boursière**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

négociables. La faiblesse du dollar américain, conjuguée aux mauvaises conditions économiques causées par le passage du choc pétrolier et au combat de l'inflation par une politique monétaire restrictive, a poussé la banque au bord de la faillite en mai 1974. Les craintes que les déboires de la *Franklin* aient un impact très négatif sur le marché des certificats de placement ainsi que sur le dollar américain ont incité l'État à agir à nouveau.

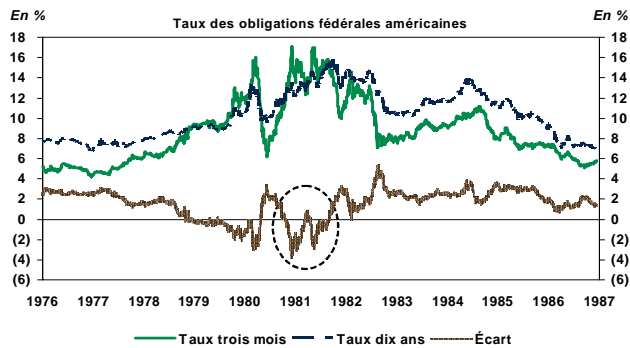
- La Fed s'est résolue à prêter les sommes nécessaires au soutien de la banque jusqu'à ce que la crise du crédit et la poussée inflationniste se soient résorbées. La *Franklin* a quand même fait faillite le 8 octobre 1974.

### La crise des *Savings and Loan* (1986-1992)

Une réglementation datant du New Deal (1933) a été à l'origine de la crise qui a touché les *Savings and Loan* (S&L) au cours des années 80. Affligées par une structure de bilan déséquilibré, alors que l'actif devait être investi dans des prêts immobiliers à long terme et à taux fixe et que le passif provenait de dépôts à court terme, les S&L ont écopé durement de l'inversion de la courbe des taux d'intérêt causée par la politique monétaire restrictive de la Fed, qui menait un combat contre l'inflation (graphique 4). Dans un contexte de déréglementation bancaire peu supervisée, les difficultés économiques et une mauvaise harmonisation des politiques monétaires et fiscales se sont soldées par la faillite de 118 institutions de dépôts et une facture de 3,5 G\$ US au *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* (FSLIC).

Dans le but de rétablir la rentabilité des S&L, la réglementation a été assouplie davantage afin de leur permettre de diversifier leurs activités. N'étant plus contraintes au marché de l'immobilier résidentiel, les institutions se sont exposées à plus de risques, prenant d'importantes positions dans le crédit à la consommation et dans l'immobilier commercial.

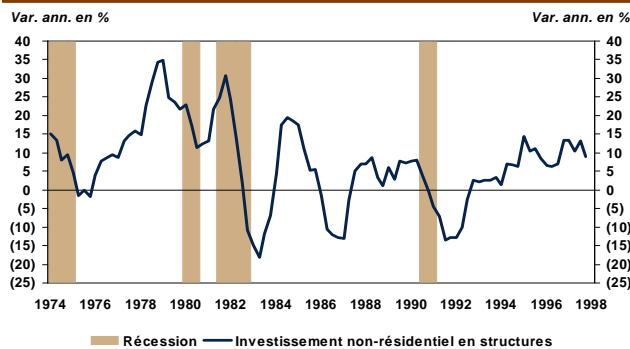
**Graphique 4 – L'inversion de la pente de la courbe de rendement a été coûteuse aux S&L en première moitié des années 80**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Dès 1986, plusieurs chocs ont mis le feu aux poudres. La baisse des prix du pétrole et des matières premières a d'abord nui à l'économie de plusieurs États américains, poussant le secteur immobilier commercial, qui avait été stimulé par un crédit facile et une fiscalité accommodante, en forte baisse. Les défauts de paiement ont alors commencé à augmenter. Vers la fin des années 80, la faiblesse économique et la baisse de l'immobilier se sont étendues à l'ensemble des États-Unis, et le nombre de S&L en difficulté a explosé (graphique 5).

**Graphique 5 – La crise des S&L reflète l'éclatement de la bulle immobilière commerciale des années 80**



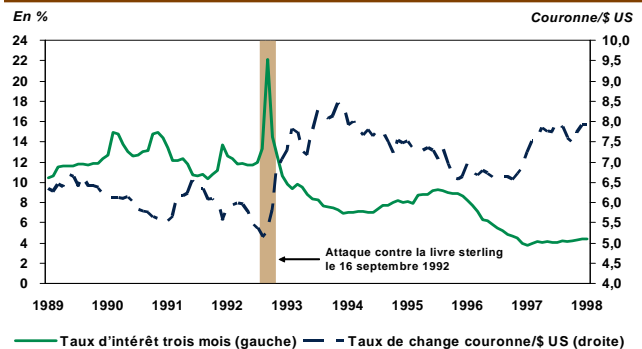
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

➤ À la fin de 1987, les coffres du FSLIC ont été renfloués de 10,8 G\$ US afin d'être en mesure de rembourser les déposants et de fermer les institutions en faillite. Cette manœuvre s'est avérée insuffisante. En août 1989, un plan de 115 G\$ US a été déployé pour fermer ou vendre les établissements insolvables, rembourser les déposants et renflouer le FSLIC. Le coût total net de la crise aura finalement été d'environ 153 G\$, dont 123 G\$ US épongés par les contribuables américains.

**Crise bancaire en Suède (1990-1992)**

La déréglementation et la baisse des prix de l'immobilier ont aussi causé des remous au sein d'autres pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques). Les pays scandinaves, et en particulier la Suède, figurent parmi les cas sévères de crise bancaire. En plus des causes communes aux pays industrialisés, la Suède a aussi souffert d'une attaque spéculative sur sa devise et du fait que ses banques détenaient beaucoup d'emprunts en dollars. Au moment de la crise immobilière, les pressions sur la devise se sont relevées et ont forcé les autorités à dévaluer la couronne suédoise (graphique 6), ce qui a accru le fardeau d'endettement des banques déjà en sérieuse difficulté. L'économie suédoise avait également encaissé une hausse vertigineuse des taux d'intérêt : une tentative des autorités monétaires pour éviter la dévaluation de change. Des banques endettées en devises, une dévaluation de change, un effondrement du prix des actifs immobiliers, plus rien n'allait pour le système financier et l'économie suédoise.

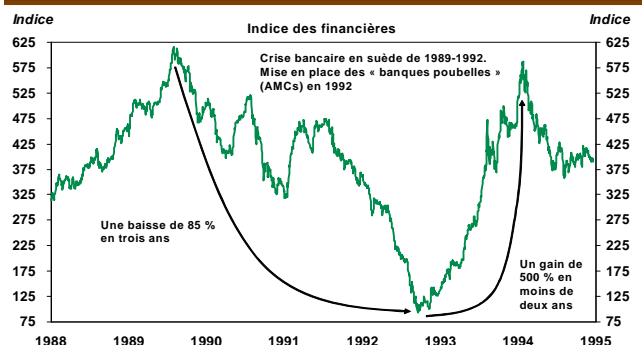
**Graphique 6 – La couronne s'est dépréciée à la suite de l'attaque de George Soros sur les devises européennes**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

➤ Pour éviter la faillite du système financier, l'État a dû prendre le taureau par les cornes (graphique 7). Les banques ont été nationalisées, et les mauvais actifs de celles-ci ont été déplacés

**Graphique 6 – Les financières suédoises ont souffert, mais le plan du gouvernement a permis de renverser la vapeur rapidement**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

et gérés par des entités indépendantes, aussi appelées « banques poubelles ». Près de 12 milliards ont été nécessaires pour mener à bien ce plan, soit 4 % du PIB suédois, mais une part importante de cette somme a pu être récupérée lorsque les actifs ont été revendus sur le marché.

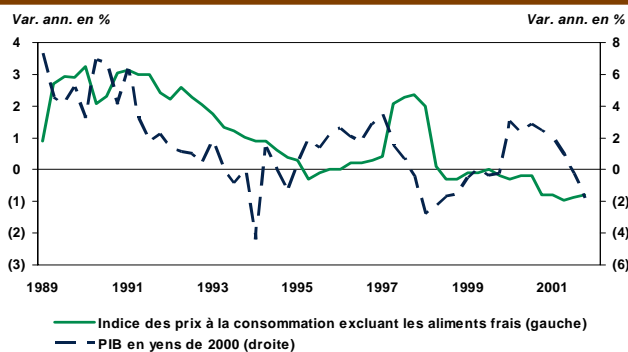
### Japon (1990-2000)

Au Japon, la libéralisation financière a déstabilisé les fondements d'un système qui reposait sur la coopération étroite entre les banques, les entreprises et l'État. Comme ailleurs dans le monde, l'économie japonaise a connu une forte progression des prix de l'immobilier et des Bourses dans les années 80. Par ailleurs, les banques détenaient de gros portefeuilles boursiers et immobiliers. Leur appréciation gonflait en apparence la solvabilité bancaire, ce qui a fait croître davantage la capacité à octroyer du crédit. Le Japon n'a pas échappé à la hausse des taux d'intérêt mondiaux à la fin des années 80 et au renversement de tendance des marchés des actifs qui a suivi. L'éclatement de la bulle au début de 1990 s'est rapidement répercuté sur le crédit et sur la croissance économique. En l'absence d'une intervention étatique rapide et soutenue, les difficultés économiques et

financières se sont étirées pendant toute une décennie (graphique 8). Par ailleurs, les banques japonaises n'ont pas été incitées à dévoiler leurs pertes selon la baisse du prix de leurs actifs, ce qui a maintenu artificiellement en vie des institutions financières dont la santé était précaire (graphique 9).

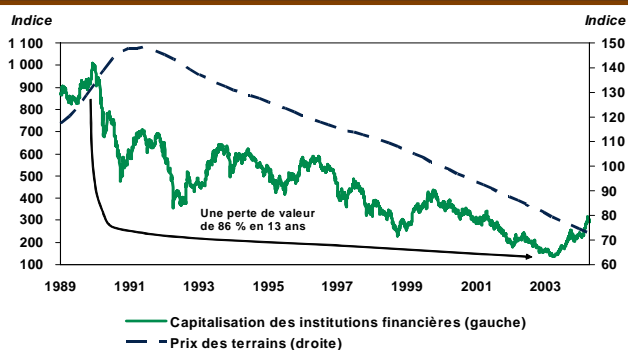
- L'État a finalement décidé d'intervenir en 1998. Les différentes mesures adoptées ont coûté environ 500 G\$ (12 % du PIB japonais) aux contribuables japonais. Les fonds ont été alloués à l'assainissement des bilans des banques (recapitalisation, nationalisation et rachat de mauvaises créances) et à la relance de l'économie. Parallèlement, une politique monétaire ultra-accommodante a été appliquée.

**Graphique 8 – Le Japon a connu une longue période de stagnation économique après la chute des marchés**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 9 – L'inaction de l'État et le manque de transparence ont nui longtemps à la rentabilité des institutions financières**

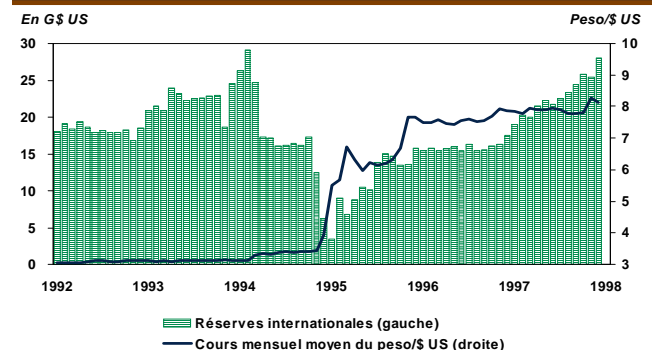


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Crise du peso mexicain (1994-1995)

La crise du peso mexicain a été causée par une combinaison de quatre facteurs : un taux de change fixe surévalué, un solde déficitaire du compte courant, une forte dépendance aux capitaux étrangers et un secteur bancaire fragile. Le déficit au compte courant laissait croire que le peso était surévalué, ce qui nécessitait des efforts accrus de la part des autorités pour maintenir la valeur du taux de change. Les taux d'intérêt devaient demeurer élevés et les réserves en devises étrangères étaient très sollicitées. En décembre 1994, celles-ci ont été jugées insuffisantes pour couvrir les engagements du Mexique, et une dévaluation semblait inévitable. Les investisseurs étrangers ont commencé à retirer massivement leurs avoirs du pays, ce qui a accentué davantage les pressions sur les réserves étrangères et sur les taux d'intérêt. Le peso a été dévalué, puis abandonné à un flottement libre (graphique 10). Du même coup, il est devenu plus coûteux pour les Mexicains de rembourser leurs dettes en devises étrangères, ce qui a paralysé le système financier et l'économie. Cette crise a aussi eu des répercussions importantes sur les marchés américains et canadiens.

**Graphique 10 – Le faible niveau des réserves internationales de change du Mexique a précipité la dévaluation du peso**



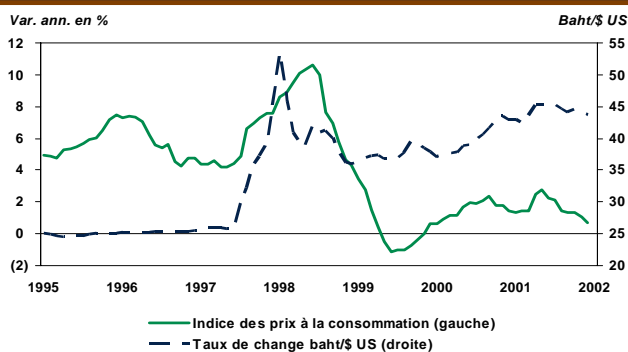
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

- Devant faire face à l'effondrement économique et financier de leur nouveau partenaire commercial<sup>2</sup>, les États-Unis sont intervenus grâce à un prêt de 9 G\$, en plus d'un swap de 12,5 G\$ en échange de revenus pétroliers futurs. Le FMI a également contribué au sauvetage par l'entremise d'un prêt de 17,8 G\$.

### Crise financière asiatique (1997-1998)

Dans les années 90, les pays émergents ont profité d'entrées de capitaux massifs pour financer leurs nombreux investissements. À la fin de 1996, une inflation en hausse, en raison d'un surinvestissement et d'une surchauffe économique, ainsi qu'un ralentissement des exportations ont exercé des pressions à la baisse sur les monnaies asiatiques. Comme les dettes encourues étaient en dollars américains et de courte échéance, la dépréciation des monnaies locales faisait augmenter les coûts de remboursement. Les banques centrales ont tenté de limiter la dépréciation des monnaies en augmentant les taux d'intérêt, mais en vain. Une vague de dévaluation des monnaies a déferlé (graphique 11), et on a vu une hausse de la prime de risque sur les prêts aux pays émergents. Dans cette cohue financière, la Russie a imposé un moratoire de 90 jours sur les paiements de sa dette. Cette situation a causé la quasi-faillite du fonds de couverture spéculatif américain *Long Term-Capital Management (LTCM)* qui détenait plus de 50 % des obligations russes et était un acteur important dans les émissions de plusieurs pays émergents. Comme le fonds lui-même était financé par les grandes banques et les grands courtiers américains, sa faillite risquait de mettre en péril le système financier américain et international.

**Graphique 11 – La Thaïlande a ouvert le bal des dévaluations le 2 juillet 1997**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

- En réponse aux événements, la Fed a diminué ses taux d'intérêt directeurs et a orchestré le sauvetage du *LTCM* par les principales banques d'investissement de Wall Street et par quelques banques européennes. La crise systémique mondiale a pu être évitée, mais elle a affaibli plusieurs pays émergents et nécessité une aide financière importante de la part du FMI.

### CONCLUSION : INTERVENTION REQUISE DE L'ÉTAT

Chaque crise est unique par définition. Les éléments déclencheurs, l'ampleur et la durée d'une crise financière sont très variés. Toutefois, il est possible de tirer plusieurs conclusions des épisodes passés. D'abord, dans la plupart des cas, les crises du crédit ont fait suite à une correction immobilière importante. La crise présente ne fait pas exception à cette tendance.

Puis, il ressort qu'une fois la phase d'endiguement épuisée, une résolution complète ne semble permise que par une intervention étoffée de l'État. Les causes ou les origines de la crise ne semblent pas faire dévier de cette règle. C'est souvent tout un dilemme pour l'État d'intervenir en situation de crise financière. On doit souvent venir à la rescousse de gens ou d'institutions qui sont en partie responsables de la crise. Le remède idéal revitalise les marchés, restaure la confiance et redémarre la machine du crédit, mais il doit aussi être accompagné de mesures visant à décourager de mauvais comportements dans le futur. Le FMI conclut que 86 % des cas de crise bancaire systémique ont nécessité un plan gouvernemental de restructuration, sous la forme de fermeture de banques, de nationalisation ou de fusion assistée. Le coût fiscal, dans bien des cas, s'est avéré très élevé, atteignant en moyenne 13,3 % du PIB (tableau 1).

Toutefois, les répercussions de l'inaction peuvent être beaucoup plus coûteuses. En particulier, si la situation n'est pas résorbée rapidement, l'incidence du resserrement des conditions de crédit des banques sur les prêts à la consommation et à l'investissement peut entraîner une récession économique sévère et prolongée (graphique 12). Le cas classique du Japon, qui a maintenu des politiques monétaires et fiscales contre-productives en plein cœur de la crise, s'est traduit par une déflation encore palpable près de vingt ans après le déclenchement de la correction immobilière de la fin des années 80.

Dans ce contexte, il semble clair que le dénouement de la crise actuelle du crédit hypothécaire à risque passera inévitablement par l'adoption du plan Paulson. Il reste à savoir si le plan sera à la hauteur des attentes et s'il parviendra à rétablir le bon fonctionnement du système financier américain

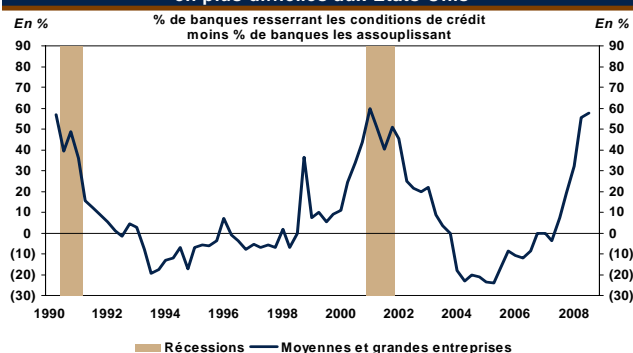
<sup>2</sup> L'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA), qui regroupe le Canada, les États-Unis et le Mexique, est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1994.

### Tableau 1 Synthèse des crises récentes

	<i>Proportion de prêts douteux</i>	<i>Coût fiscal brut (en % du PIB)</i>	<i>Perte de production (en % du PIB)</i>	<i>Solutions apportées</i>
Crise des S&L 1986-1992	4,1	3,7	4,1	153 G\$ pour fermer et vendre les établissements insolubles : 3 % du PIB
Crise bancaire en Suède 1990-1992	13,0	3,6	0,0	Nationalisation des banques au coût de 12 G\$, soit 4 % du PIB
Crise japonaise 1990-2000	35,0	24,0	17,6	Plan de 500 G\$ pour assainir le bilans des banques et relancer l'économie : 12 % du PIB
Crise du peso mexicain 1994-1995	18,9	19,3	4,2	Aide de 21,5 G\$ en provenance des États-Unis en plus d'un prêt de 17,8 G\$ accordé par le FMI
Crise asiatique (Thaïlande) 1997-1998	33,0	43,8	97,7	Sauvetage du <i>LTCM</i> orchestré par la Fed et interventions du FMI

Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

#### Graphique 12 – Les conditions de crédit bancaire sont de plus en plus difficiles aux États-Unis



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

(graphique 13). À notre avis, outre le rachat des titres en difficulté, le plan devra s'attaquer au cœur du problème, soit la stabilisation du marché immobilier américain. Cela nécessitera sans doute une intervention directe du gouvernement sur les hypothèques des ménages en difficulté afin de limiter les défauts de paiement et arrêter les saisies. Nous en reparlerons dans un prochain *Point de vue économique*.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

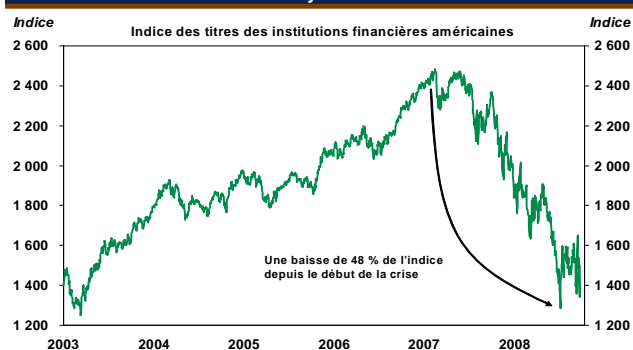
Martin Lefebvre

Économiste principal

Hendrix Vachon

Économiste

#### Graphique 13 – La crise des *subprime* a affecté significativement la santé du système financier



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques