

1. [Accueil](#)
2. Entity Print

Bloc-notes Éco

[Développement économique actuel](#)

+ 1 -

[Marchés financiers](#)

L'impact économique des chocs financiers : le principe du tout-ou-rien

11 Septembre 2018

Auteurs : [Stéphane Lhuissier](#)

Billet n°83. La crise financière de 2008 et la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont entraîné des récessions majeures, alors que l'éclatement de la bulle technologique en 2000 n'a eu qu'un impact macroéconomique modéré. Ce principe du « tout ou rien » résulte du phénomène d'amplification : dans un système financier fragile, les agents sont plus sensibles aux changements des conditions financières.

[graphique_1_billet_83_vf.png](#)

À partir du premier trimestre 2008, l'Europe est entrée dans une récession sévère et durable à double creux, dont elle ne se relèvera que récemment : le PIB en volume de la zone euro a diminué de 5,5 % et de 1,2 % en rythme annuel aux premiers trimestres 2009 et 2013, tandis que les pertes d'emplois (près de 5,3 millions de personnes) ont touché la plupart des secteurs de l'économie.

Les facteurs déclencheurs de cette récession sont bien connus, et les deux creux ont trouvé leur origine dans le secteur financier. Le premier (T1 2009) est attribuable à l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis. Après l'introduction de la titrisation hypothécaire comme nouveau type d'innovation financière dans un contexte de faibles taux d'intérêt et de surabondance d'épargne au niveau mondial, les prix des logements aux États-Unis se sont effondrés en 2007, avec de fortes répercussions sur la zone euro. Le second creux, apparu cette fois dans la zone euro, résulte d'une crise de la dette souveraine majeure qui a démarré en Grèce, en Irlande, en Italie, au Portugal et en Espagne. Les économistes l'ont expliqué, notamment, par des déficits budgétaires importants, une perte de compétitivité et la croissance rapide des prêts au début des années 2000.

D'autres crises telles que l'éclatement de la bulle Internet en mars 2000, qui a entraîné une destruction massive de richesse, ont eu de faibles effets sur l'activité globale. L'économie de la zone euro a enregistré une croissance annuelle de 3,9 % au troisième trimestre 2000, après 4,5 % au trimestre précédent. Ainsi, les perturbations provenant du secteur financier semblent avoir eu peu d'incidence sur l'activité globale, mais l'inverse peut également être observé. Ces effets de type "tout ou rien" résultent du phénomène d'*amplification*, un mécanisme dans lequel un changement des conditions financières et de crédit joue un rôle essentiel dans la transmission et la propagation des cycles. Ce mécanisme, mieux connu sous le nom d'"accélérateur financier", a été introduit par [Bernanke et Gertler \(1989\)](#).

Comprendre la théorie du mécanisme d'amplification

Pour comprendre ce mécanisme, il faut partir de l'asymétrie de l'information et des problèmes d'agence. Dans le processus de prêt, une tâche essentielle des intermédiaires financiers consiste à sélectionner et à assurer le suivi d'emprunteurs potentiels. Ils leur facturent une prime destinée à couvrir les coûts d'agence qui en résultent. Cette prime, appelée "prime de financement externe", représente la différence entre le coût d'une levée de fonds externes pour un emprunteur et le coût d'opportunité d'un recours aux fonds internes. Fondamentalement, la solidité de la situation financière de l'emprunteur joue sur les incitations à prendre de bonnes décisions et, par conséquent, sur la prime. Plus leur patrimoine net est élevé, plus les emprunteurs sont incités à faire des choix d'investissement bien étayés car ils disposent d'un montant significatif de fonds propres pour financer leur projet d'investissement et recourent donc relativement peu au financement externe. En conséquence, les banques appliquent une prime de financement externe moins élevée aux emprunteurs dont la situation financière est saine. À l'inverse, une détérioration des conditions financières élève le coût de l'emprunt.

Plus important, l'intensité de la relation négative entre le patrimoine net d'un emprunteur et la prime dépend fondamentalement de la santé globale du secteur financier, du point de vue de l'emprunteur et du prêteur. Dans le cas de la bulle Internet, les intermédiaires financiers étaient relativement peu exposés aux actifs liés à Internet. Dans celui de la crise de la dette européenne, ils étaient exposés à la dette publique européenne, ce qui les a rendus beaucoup plus vulnérables. Lorsque le système financier est fragile – asymétries des échéances et de la liquidité, panique bancaire, incertitude accrue, etc. – les intermédiaires financiers changent de comportement face au risque. Ils deviennent plus réticents à prêter car ils risquent de ne pas être remboursés par la suite. Durant ces périodes, les agents sont donc plus sensibles aux changements des conditions financières, et la prime réagit plus fortement au patrimoine net des emprunteurs. Ainsi, une diminution du patrimoine net conduit les banques à appliquer une prime plus élevée que dans des circonstances normales, ce qui réduit fortement les nouveaux projets d'investissement, les bénéfices et entraîne des effets plus graves et plus durables sur l'activité économique.

[graphique2billet83vf.png](#)

Le mécanisme d'amplification est un concept théorique mais également une réalité empirique

[Lhuissier \(2017\)](#) teste la validité de ce mécanisme sur les données de la zone euro à l'aide d'un modèle macroéconomique rendant compte des changements de régime en fonction de l'évolution de la réaction des variables macroéconomiques aux perturbations. D'après ce modèle, la zone euro a connu des mécanismes d'amplification en période de difficultés financières, durant la Grande récession et la crise de la dette souveraine. Le graphique 1 montre l'impact sur l'activité économique dans la zone euro d'un choc négatif sur la valeur des actifs détenus par les intermédiaires financiers, selon que le système financier est fragile (période de difficultés financières) ou en bonne santé (période de tranquillité). Les réponses impulsionnelles retracées ici sont très différentes d'une situation à l'autre. Les effets sur l'activité réelle sont plus importants et durables en période de difficultés financières, où le recul maximal est atteint après 15 mois et ils persistent encore au bout de trois ans. En période favorable, les effets sont négatifs mais restent proches de zéro au cours des trois années suivantes. Ces résultats fournissent des éléments confirmant l'existence du mécanisme d'amplification.

En définitive, la question importante est la suivante : dans quelle mesure l'économie de la zone euro aurait-elle été différente durant les crises si les mécanismes d'amplification n'avaient pas été à l'œuvre ? Le graphique 2 répond à cette question en présentant l'évolution contrefactuelle de la production industrielle depuis le début des années 2000. Les gains économiques en l'absence du mécanisme d'amplification sont substantiels. Plus précisément, la baisse spectaculaire de la production industrielle en 2009, ainsi que le recul observé en 2010-2012, n'auraient jamais existé. En d'autres termes, lorsque le mécanisme d'amplification est à l'œuvre, il a une incidence majeure sur le cycle conjoncturel.