

NIVEAU EUROPÉEN

Albulescu Claudiu Tiberiu

Universitatea Ecologică „Traian” Deva

Facultatea de economie și administrarea afacerilor

Aleea Muncii, Nr.3, Bl.E21, Ap.119, Deva, cod : 330094, Jud. Hunedoara

claudiual@yahoo.com

0743089759

***Abstract :** The causes of 2007's financial perturbations and mainly of the subprime crisis are well known at the beginning of 2008. Nevertheless, the specialists pay little attention to capital markets global crisis and to its consequences. In this study, we demonstrate that we are already in the middle of this crisis and that all financial markets, and in particular the European financial markets, have been affected. The impact of the crisis upon European countries is different highlighting the fact that the financial markets integration process is far from being completed. The effects of this crisis on the real economy are less obvious at present at European level, but the economic growth forecasts became pessimistic. The financial crisis consequences in respect of the real economy will depend on the recovery capacity of the United States economy.*

***Key words:** financial markets integration, global financial crisis, subprime crisis, stock prices*

1. Introduction

L'économie capitaliste, caractérisée par les droits de propriété privée et par la décentralisation des décisions, est procyclique et exposée aux spéculateurs financiers. Le capital financier dégage des profits dont une partie se cumule aux capitaux déjà existants. Cette logique d'accumulation est incontournable dans ce système, car si le capital ne peut plus s'accumuler, le système économique et financier entre dans une grave crise. C'est aussi le cas de la crise dite « *subprimes* » (prêts immobiliers à risque) de l'été 2007 aux Etats-Unis qui est le point de départ pour les turbulences qui ont suivi.

Un nombre important d'événements, devenus évidents vers la fin de 2006, ont annoncé la crise du système financier mondial : la dépréciation des actifs dénommés en dollars, la monétisation de la dette américaine, la dégradation rapide de la situation financière des banques, y inclus la baisse des réserves et les problèmes liés aux crédits hypothécaires. Entre 1997 et 2006, le prix des maisons a augmenté de 124% aux Etats-Unis, un pays avec une culture pour la consommation (The Economist, 2007).

La littérature de spécialité n'a pas consacré trop de place à la crise actuelle des marchés financiers. La majorité des articles se concentre sur la crise subprime et sur ses causes. Dans notre étude on montre qu'on vit une crise mondiale des marchés financiers qui a des répercussions graves au niveau européen. Pour cette étude on a utilisé la base des données *Infinancials* qui contient de statistiques pour plus de 20000 entreprises cotés et 18 secteurs, dans 45 pays sur tous les continents.

La structure de l'article est la suivante : on présente d'abord les turbulences financières de l'années 2007, en se concentrant sur la crise subprime et sur ses causes. Ensuite, on indique l'apparition de la crise des marchés financiers et son développement au niveau mondial, et on montre que plusieurs pays européens sont gravement touchés, dont la Roumanie se remarque. Les résultats financiers des compagnies cotés n'ont pas représenté un repère pour les investisseurs et l'impact de la crise sur les pays européens est différent. Le niveau d'intégration des marchés financiers européens montre que le processus d'intégration doit continuer. Parmi les pays européens on remarque la Roumanie et la Pologne qui sont les plus touchés par la crise et aussi la République Tchèque et le Luxembourg, qui sont parmi les moins affectés. Ensuite on présente les implications de cette crise et quelques possibles scénarios. Enfin, on conclut.

2. Les turbulences financières de 2007

Une crise financière peut être définie de plusieurs façons. Les crises financières les plus souvent rencontrées pendant les dernières années sont les crises de change et les crises bancaires. Une autre catégorie est représentée

par les crises de dette. Mais une *crise financière peut être définie aussi comme une crise qui touche les marchés boursiers, et les marchés des crédits d'un pays ou d'un groupe de pays*. Si une crise financière ne concerne pas dans un premier temps que les marchés financiers, son aggravation conduira à des effets néfastes sur l'économie réelle, entraînant une crise économique, voire une récession.

Même si Reinhart et Rogoff (2008), en regardant les prix des actifs, la croissance réelle et la dette publique, affirment qu'il y a une forte similitude entre la crise du subprime et les autres crises financières, on peut affirmer qu'il y a aussi quelques différences : les innovations financières (la titrisation et les dérivés de crédit) représentent un élément important dans la crise actuelle; la crise du subprime qui a débuté avec l'économie américaine, a détérioré la confiance des investisseurs au niveau global, et a donné naissance à une crise des marchés financiers au niveau mondial.

Le processus de titrisation est décrit par Durand (2007). Les banques constituent des «paquets» de crédits immobiliers plus ou moins risqués (dans une échelle qui va de meilleurs crédits aux plus susceptibles de défaillance – les subprimes) et en cèdent la propriété à des agents désireux de prendre ce risque, sous forme de titres négociables sur un marché (*mortgage backed securities*).

Les produits dérivés de crédit permettent aux banques de sortir de leur bilan une partie importante du portefeuille de crédits. Il y a plusieurs raisons pour cette démarche. Une première raison est une meilleure situation financière bilancielle, qui augmente la confiance des investisseurs. Un autre motif est l'arbitrage des taux, la banque tire profit de la différence entre les intérêts obtenus par les entités intermédiaires qui ont investi dans le portefeuille des créances de la banque – «*Special Purpose Vehicle* » (SPV) et les intérêts qui doivent être payés aux investisseurs, indirectement, par l'intermédiaire du même SPV (Léonard, 2008).

Les turbulences financières de l'année 2007 n'ont pas commencé avec la crise du subprime. Un premier phénomène de contagion concerne la baisse des prix des actions sur les marchés émergentes en mai – juin 2006 (Mauro et Yafeh, 2007). De plus, la confiance des investisseurs a été négativement affectée par les turbulences des marchés financiers chinois de février – mars 2007. La crise des marchés de crédits hypothécaires aux Etats-Unis a ensuite suivi.

Les racines de la crise du subprime qui s'est matérialisée aux Etats-Unis l'année dernière se trouvent dans les années '90, quand un nombre important de crédits hypothécaires ont été attribué aux emprunteurs avec une mauvaise histoire concernant le remboursement. En 2006, les crédits subprime représentaient pas moins de 600 milliards de dollars, soit environ 20% de tous les prêts immobiliers accordés aux Etats-Unis (Lasserre, 2007). En 2007 le volume total des crédits subprime a été estimé à environ 13% du crédit total en cours, et à 1300 milliards de dollars (Banque de France, 2007).

Les problèmes du processus de régulation sont à leur tour une cause importante des crises récentes. Avec l'Accord de Bâle I, qui porte sur les fonds propres réglementaires, les établissements n'ont eu vraiment d'autre solution que de chercher par tous les moyens à « recharger » régulièrement leur actif par le biais de la vente d'une partie des crédits antérieurement consentis. Ni Bâle II, le nouvel accord dans le domaine, n'utilise la distribution extrême des pertes. La pratique des *stress-tests*, qui prend en compte les événements extrêmes, n'est pas couramment utilisée.

Les banques centrales ont été accusées elles aussi qu'elles ont favorisé l'apparition de la crise. «*Les banques centrales ont bel et bien une part essentielle de responsabilité dans les événements actuels* » (Durand, 2007). En fixant le niveau des taux d'intérêts, les banques centrales ont une lourde responsabilité dans l'extension du crédit.

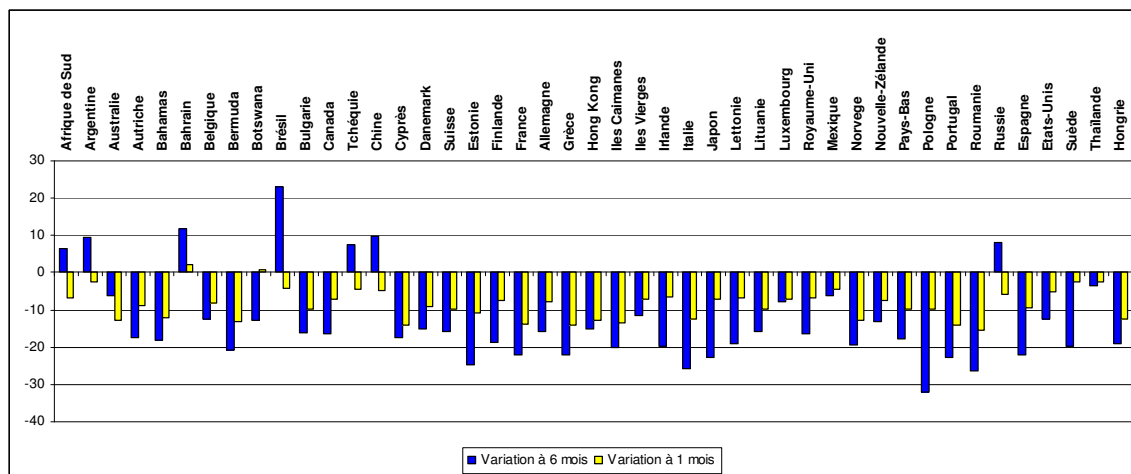
3. De la crise du *subprime* vers une crise globale des marchés financiers

La crise financière globale a à la base le manque de confiance des investisseurs, le phénomène de contagion et de spéculation. La crise des subprimes aux Etats-Unis ne représente que l'élément déclencheur de la crise globale. Les spécialistes ne parlent pas souvent de la crise actuelle parce qu'ils sont confrontés à un paradoxe. Jusqu'à présent, les effets de la chute des prix de titres sont moins évidents que dans les situations précédentes de turbulence financière (Riskbank, 2007). Ces aspects sont remarqués aussi par les spécialistes de la Banque de France (Landau, 2007; Noyer, 2007). Quel que soit l'indicateur utilisé (niveau des *spreads* ou volatilité), le choc induit sur les marchés du crédit par les pertes enregistrées sur les prêts hypothécaires à risque (subprime) est sans précédent. Et cependant, ces pertes, tout en étant importantes et spectaculaires pour quelques institutions, ne semblent pas constituer un risque majeur pour la santé du système financier.

Nous considérons que la crise actuelle aura des effets significatifs sur le plan de l'économie réelle. Mais pour parler des effets, on va démontrer tout d'abord qu'il y a une crise financière globale. Comme dans l'analyse de

Balit Moussalli (2007) sur la crise asiatique, on va s'interroger qu'elles sont les pays touchés par la crise et pourquoi quelques pays sont moins affectés que les autres en se penchant sur les pays européens.

On place notre analyse au début du mois de février 2008. Pour démontrer que la crise financière a une ampleur mondiale et que la crise n'est pas encore finalisée, on a effectué deux types d'analyses. En observant la variation des prix des actions à six mois (6 février 2008 – 6 août 2007) et à un seul mois (qui correspond à la variation des prix pour 2008), on a travaillé avec la moyenne de ces variations pour tous les compagnies cotées (Figure 1) et aussi pour les dix plus grandes entreprises cotées de chaque pays²⁰.

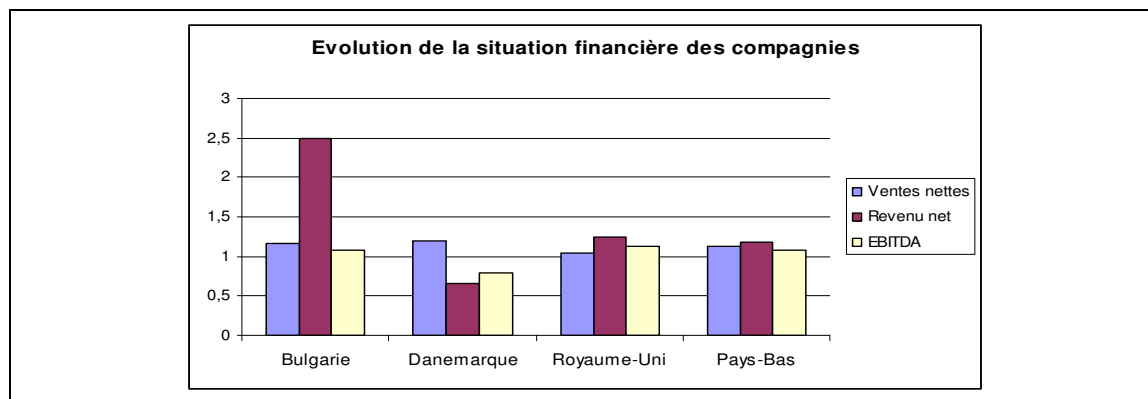


Source : construit avec les données INFINANCIALS

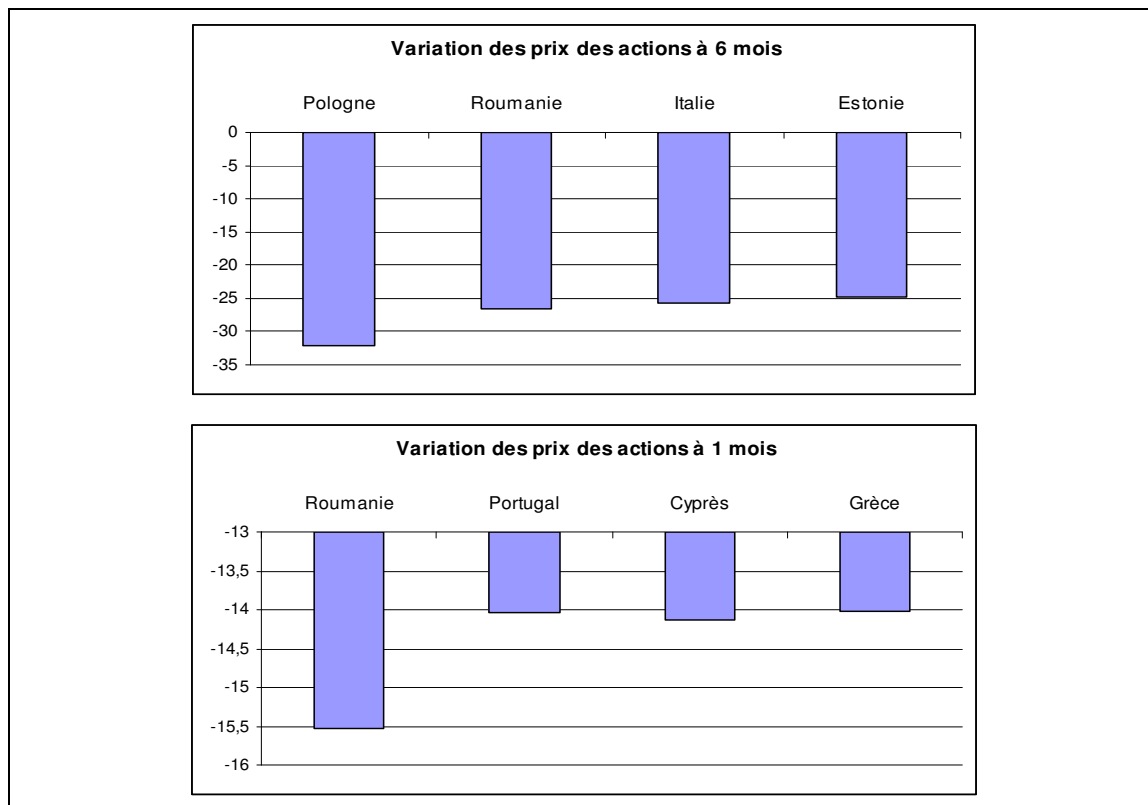
Figure 1 : L'évolution des prix des actions du total des compagnies cotées

La Figure 1 montre qu'à quelques exceptions (les pays émergents : Brésil, Argentine, Chine) les prix des actions ont baissé entre 10% et 30% à six mois. Les pays européens se remarquent parmi les plus touchés par la. La variation des prix pour l'année 2008 montre elle aussi que les places boursières les plus affectées sont celles de la Roumanie, Portugal, Chypre, France et Grèce. La baisse des prix est arrivée à 15% en Roumanie pour le début de l'année 2008.

Ensuite, on a essayé de trouver une relation entre l'évolution des prix et la situation économique et financière des compagnies européennes. Comme indicateurs, on a retenu les ventes nettes, le revenu net et le profit opérationnel (EBITDA). On a comparé l'évolution de la situation financière des compagnies (le rapport 2006-2005) avec la variation des prix des actions (Figure 2). Si au niveau européen les prix des actions des compagnies cotées en Roumanie, Pologne, Italie, Estonie, Portugal et Grèce on connu une évolution négative dans le dernier semestre, on voit que les plus faible résultats financiers ont été enregistrés par les compagnies bulgares, danoises, anglaises et néerlandaises.



²⁰ On n'a pas présenté les résultats de la deuxième analyse dans cet article mais on affirme que les résultats ne sont pas significativement différents par rapport au total des compagnies cotées.



Source : construit avec les données *INFINANCIALS*

Figure 2 : L'évolution de la situation financière et l'évolution des prix des actions, pour les pays dont les compagnies sont en moyenne moins performantes

On peut conclure que la crise financière a touché tous les pays européens. Il n'y a pas une relation entre l'évolution des prix des actions et la situation financière des entreprises. Apparemment, ni la situation macroéconomique n'a influencé l'impact de la crise. Par exemple, la Roumanie, le pays dont le marché financier a connu les turbulences les plus importantes, a enregistré une croissance économique significative et une baisse de l'inflation dans les dernières années. C'est aussi le cas de la Pologne.

Il y a des spécialistes qui considèrent que la situation aura une tournure favorable pour 2008 mais il y a aussi des économistes qui affirment le contraire. Par exemple, Buitier (2007) observe quelques signes qui indiquent une stabilisation économique : les grandes banques commerciales ont introduit dans leurs bilans les éléments hors bilan, risqués, et elles sont devenues plus conscientes des risques encourus. De l'autre côté, les spécialistes du GEAB (2008) prévoient que l'économie américaine va entrer en récession en septembre 2008 et cette situation aura un impact négatif sur les économies européennes aussi.

Personnellement on considère que la crise est loin d'être finie. Cette crise des marchés financiers a été déjà suivie par des turbulences importantes sur les marchés d'échange. La propagation de la crise au niveau global représente donc un grand motif d'inquiétude.

4. Conclusions

La première grande crise financière du 21^{ème} siècle est caractérisée par des instruments ésotériques, des régulateurs méconnaissants et des investisseurs nerveux (Reinhart et Rogoff, 2008). Les autorités acceptent avec difficulté de reconnaître l'apparition de la crise et interviennent trop tard, et de façon indécise. Les turbulences récentes ont aussi souligné le potentiel de *spillover* parmi les marchés financiers des différents pays (de Rato, 2007).

Dans cette étude on a mis l'accent sur la propagation de la crise et non pas sur les causes de la crise. Les conclusions de l'étude sont les suivantes :

- Tous les pays et tous les secteurs ont été touchés par la crise. Si la variation des prix à six mois nous montre qu'il y a quelques pays émergents qui ont enregistré une faible évolution positive des prix des actions des compagnies, la variation des prix en 2008 nous montre que la crise a des effets négatifs dans tous les pays.
- Les pays émergents ont été moins touchés par la crise, même si la situation financière des leurs compagnies n'est pas la plus favorable. Les pays européens, ayant en moyenne la meilleure situation financière en 2006, sont gravement affectés.
- Il n'y a pas une relation entre l'impact de la crise des marchés financiers et les fondamentaux microéconomiques des compagnies. Apparemment, il n'y existe pas non plus une relation entre la propagation de la crise et les fondamentaux macroéconomiques des années précédant la crise (les économies européennes ont connu une période de baisse de la volatilité de l'activité économique et de stabilité des prix dans les dernières années).
- La confiance des investisseurs représente le principal élément de propagation de la crise financière.

Il reste à découvrir d'autres éléments qui aident les décideurs à comprendre le phénomène de contagion dans le cas de la crise récente des marchés financiers. Le fait que cette choqe symétrique a eu un impact différent parmi les pays européens relève un processus d'intégration des places financières européens qui est loin d'être fini.

Bibliographie

1. Balit Moussalli, C. - Financial Crises, Panic and Contagion: Evidence from a Cross-Country Comparison Using Two Time Frames – « Journal of Business and Public Affairs », Volume 1, Issue 2, 2007
2. Banque de France - The subprime crisis - « Banque de France Bulletin Digest », No. 163, juillet 2007
3. Buitier, W.H. - Lessons from the 2007 Financial Crisis - CEPR, Policy Insight, No. 18, 2007
4. de Rato, R. - The Implications of Recent Financial Market Turbulence for the Global Economy - Ambrosetti Forum Cernobbio, Italy, 7 septembre, 2007
5. Durand, D. - La crise financière de l'été 2007, un révélateur des antagonismes fondamentaux d'un régime économique dominé par la finance - « Economie et politique », 636-637, juillet - août 2007, pp.18-20
6. GEAB - Global systemic crisis : September 2008 - Phase of collapse of US real economy – « Global Europe Anticipation Bulletin », No.22, 16 février, 2008
7. Landau, J.-P. - Réflexions sur la titrisation et les turbulences financières - Forum financier de New York, 22 octobre 2007
8. Lasserre, M. - Crise des crédits immobiliers et turbulences financières mondialisées - Attac18 info, No.5, septembre 2007
9. Léonard, J. - Titrisation et risque systémique - Université de Poitiers, CRIEF, Documents de travail No. 1, 2008
10. Mauro, P. et Yafeh, Y.- Financial Crises of the Future, « Finance and Developmen » - Volume 44, No. 4, Décembre 2007
11. Noyer, C. - Réflexions sur les turbulences financières actuelles - Euro Fixed Income Forum, 4 décembre 2007
12. Reinhart, C.M. et Rogoff, K.S. - Is the 2007 U.S.Sub-prime Financial Crisis so Different ? An International Historical Comparaison - NBER, Working Paper 13761, 2008
13. Riskbank - Some lessons learned from earlier financial crises - Monetary Policy Report, No.3, 2007
14. The Economist - CSI: credit crunch - Oct 18th 2007, pp.1-4