

DOSSIER D'ÉTUDE ET DE RÉFLEXION

Chapitre 4 – Crises financières et stabilité financière

Politique Monétaire et Financière (PMF) – Semestre 6

FSJEST | Filière Politiques Économiques | Année universitaire 2025–2026

Consignes de travail

Ce dossier est composé de **trois documents complémentaires** et d'une série de **questions analytiques**. Vous êtes invité(e) à lire attentivement les trois documents dans leur intégralité avant d'aborder les questions. Vos réponses doivent être rédigées en français, dans un style académique, en mobilisant les concepts du cours.

1 1

*Texte de cadrage inspiré de Ben S. Bernanke, “The Causes of the Recent Financial and Economic Crisis”,
témoignage devant la Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), Washington D.C.,
septembre 2010.*

Les crises financières sont, parmi les fléaux économiques, les plus coûteux et les plus durables. Elles ne ressemblent pas aux récessions ordinaires, qui résultent d'un ralentissement cyclique de la demande ou d'un choc d'offre temporaire. Une crise financière frappe au cœur même du système d'allocation des ressources dans une économie moderne : elle paralyse le crédit, détruit la confiance et enclenche des mécanismes d'amplification qui transforment une perturbation sectorielle en désastre macroéconomique.

Trois caractéristiques distinguent fondamentalement une crise financière d'une récession ordinaire.

L'instabilité des bilans. Les institutions financières fonctionnent avec des effets de levier très élevés : pour 100 DH de prêts accordés, une banque ne mobilise que 8 à 10 DH de fonds propres. En période de croissance, cet effet de levier amplifie les profits. Mais lorsque la valeur des actifs baisse – qu'il s'agisse de créances immobilières, d'obligations ou d'actions – les pertes s'imputent d'abord sur ces fonds propres, qui peuvent s'évaporer très rapidement. Une banque insolvable cesse de prêter. Et lorsque plusieurs banques sont insolubles simultanément, le moteur du financement de l'économie s'arrête.

La contagion par la confiance. Ce qui rend les crises financières particulièrement redoutables, c'est leur capacité à se propager via la perte de confiance bien au-delà des acteurs directement touchés. Les marchés interbancaires, sur lesquels les banques se prêtent entre elles à très court terme pour gérer leur liquidité quotidienne,

reposent entièrement sur la confiance mutuelle. Lorsque cette confiance disparaît – parce qu’une institution majeure fait défaut, parce qu’un type d’actif se révèle massivement surévalué – le gel du marché interbancaire survient en quelques heures. Il ne s’agit plus d’une crise de liquidité ordinaire, mais d’un effondrement du système nerveux de l’économie.

L’amplification réelle par le canal du crédit. Même les agents économiques qui ne participent pas directement aux marchés financiers – les PME, les ménages ordinaires, les entrepreneurs – sont frappés. Car leur accès au crédit, qui finance leurs investissements, leur fonds de roulement, leur consommation, se contracte brutalement. L’investissement chute, les licenciements s’accroissent, les revenus baissent, la demande s’effondre. La spirale est auto-entretenue : la récession économique dégrade les bilans des banques, ce qui aggrave encore la contraction du crédit. Les économistes appellent ce mécanisme *l’accélérateur financier*.

Ce que la crise de 2008 a définitivement démontré, c’est que la stabilité des prix – pourtant assurée par les banques centrales depuis les années 1990 – ne garantit nullement la stabilité financière. Une économie peut connaître une décennie de faible inflation tout en accumulant silencieusement des déséquilibres financiers massifs. La leçon est claire : la régulation prudentielle et la politique macroéconomique doivent désormais surveiller non seulement les prix à la consommation, mais aussi la dynamique du crédit, des prix d’actifs et de l’endettement dans l’ensemble du système.

Adapté et traduit de B.S. Bernanke, FCIC, septembre 2010.

2 1

1 La genèse : l’accumulation des déséquilibres (2001–2006)

Au tournant des années 2000, la politique monétaire américaine est délibérément accommodante. En réponse à l’éclatement de la bulle internet (2001) et aux attentats du 11 septembre, la Réserve fédérale abaisse son taux directeur à 1% en 2003–2004, niveau le plus bas depuis 45 ans. Ce contexte de liquidité abondante et de taux très bas va alimenter une dynamique de crédit immobilier sans précédent.

Des millions d’Américains – y compris des ménages à faibles revenus et à historique de crédit dégradé, qualifiés de *subprime* – accèdent à la propriété via des prêts hypothécaires à taux variables, souvent sans apport initial ni vérification sérieuse des revenus. Les banques accordent ces prêts sans intention de les conserver dans leur bilan : elles les revendent à des arrangeurs financiers qui les transforment en titres négociables (MBS – *Mortgage-Backed Securities*, CDO – *Collateralized Debt Obligations*) et les distribuent à des investisseurs institutionnels dans le monde entier. Ce processus, appelé **titrisation**, permet aux banques de transférer le risque tout en continuant à originer de nouveaux crédits. Les agences de notation, en situation de conflit d’intérêt évident, accordent massivement la note AAA à des titres qui ne le méritent pas. Entre 2000 et 2006, l’indice des prix immobiliers américains augmente

de +124% dans les principales agglomérations.

1Le retournement et la panique (2006–2008)

En 2006, les prix immobiliers commencent à décliner. Les ménages à taux variables voient leurs mensualités augmenter alors même que la valeur de leur bien diminue : les défauts se multiplient. En 2007, des fonds spécialisés de Bear Stearns sont contraints de fermer. La nouvelle se répand : ces titres notés AAA sont en réalité sans valeur ou presque.

À partir de l'été 2007, les banques refusent de se prêter entre elles, ignorant mutuellement leur niveau d'exposition aux titres toxiques. Le marché interbancaire mondial est paralysé. Le **15 septembre 2008**, la banque d'investissement Lehman Brothers, quatrième institution financière américaine avec 639 milliards de dollars d'actifs, dépose le bilan. La panique se généralise : les marchés boursiers mondiaux s'effondrent, le crédit se contracte, la crise atteint l'économie réelle.

Tableau 1 – Principaux indicateurs macroéconomiques américains (2006–2010)

Indicateur	2006	2007	2008	2009	2010
Croissance du PIB (%)	+2,9	+1,9	−0,1	−2,5	+2,6
Taux de chômage (%)	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6
Prix immobiliers (variation %)	−1,8	−4,5	−12,0	−3,6	+0,4
Encours de crédit bancaire (var. %)	+8,5	+9,2	+4,1	−8,7	−2,5
Indice S&P 500 (variation %)	+13,6	+3,5	−38,5	+23,5	+12,8

Tableau 2 – Coûts de la crise et réponses des autorités américaines

Coûts de la crise	Réponses des autorités
PIB mondial : −2,1% en 2009	Taux directeur Fed : de 5,25% (2007) à 0–0,25% (déc. 2008)
Pertes bancaires mondiales : +2 000 milliards USD	QE1 (nov. 2008) : 600 milliards USD d'achats de titres
Chômage américain : de 4,4% à 10%	TARP : 700 milliards USD de recapitalisation bancaire
Marchés boursiers : −40 à −55% en 2008	Garantie des dépôts relevée à 250 000 USD
Faillites bancaires US (2008–2010) : 322 banques	PDR élargi : la Fed accepte des collatéraux non conventionnels

Tableau 3 – Impact de la crise sur les grandes économies mondiales (2009)

Pays / Zone	Croissance 2009 (%)	Canal de transmission principal
États-Unis	-2,5	Origine de la crise
Zone euro	-4,5	Exposition bancaire directe + récession mondiale
Royaume-Uni	-4,2	Exposition bancaire directe
Japon	-5,4	Effondrement des exportations
Chine	+9,2	Choc exportations partiellement amorti
Maroc	+4,8	Canaux réels : MRE, tourisme, exportations

3 1

Synthèse élaborée à partir des Rapports annuels de Bank Al-Maghrib sur la Stabilité Financière (éditions 2009, 2020, 2022 et 2023 – disponibles sur bkam.ma)

1Le Maroc face à la crise de 2008 : résilience et vulnérabilités

Le système bancaire marocain a traversé la crise de 2008 sans subir de choc bancaire direct. Cette résilience s'explique par des facteurs structurels : le système n'était pratiquement pas exposé aux produits titrisés complexes (MBS, CDO) ; le financement des banques reposait essentiellement sur les dépôts domestiques plutôt que sur les marchés interbancaires internationaux ; enfin, Bank Al-Maghrib imposait des exigences de fonds propres supérieures aux normes internationales alors en vigueur.

Cependant, le Maroc n'a pas été épargné par les **canaux de transmission réels**. Les transferts des Marocains résidant à l'étranger (MRE) ont chuté de **12%** en 2009. Le tourisme a reculé de **7%**. Les exportations ont diminué sous l'effet de la récession mondiale. Sur le plan boursier, l'indice MASI de la Bourse des Valeurs de Casablanca a perdu **13,5%** en 2008. Malgré ces chocs, la croissance marocaine s'est maintenue à **+4,8%** en 2009, soutenue par la demande intérieure et l'investissement public.

Tableau 4 – Indicateurs macrofinanciers du Maroc (2007–2011)

Indicateur	2007	2008	2009	2010	2011
Croissance du PIB (%)	+2,7	+5,6	+4,8	+3,8	+5,2
Indice MASI – BVC (variation %)	+34,1	-13,5	-4,9	+21,2	-12,8
Taux directeur BAM (%)	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Transferts MRE (Mds DH)	54,3	58,1	51,3	54,1	58,5
Taux de créances en souffrance (%)	7,9	6,0	5,9	5,1	4,8

1La réponse de BAM à la crise COVID-19 (2020) : un tournant monétaire

Le choc de la pandémie de COVID-19 constitue un test d'une ampleur inédite pour le système financier marocain. Bank Al-Maghrib a réagi avec une rapidité et une envergure sans précédent dans son histoire récente. Le 17 mars 2020, le Conseil de BAM décide une baisse exceptionnelle du taux directeur, rompant avec le cycle ordinaire de décision. En juin 2020, une seconde baisse porte le taux directeur à **1,5%**, niveau historiquement bas. BAM élargit simultanément son programme de refinancement, accepte un éventail élargi de collatéraux et introduit des opérations de prêt à long terme. En coordination avec le Ministère de l'Économie et des Finances, des mécanismes de garantie publique (Damane Oxygène, Damane Relance) sont activés pour les PME.

Tableau 5 – Réponse de Bank Al-Maghrib à la crise COVID-19 (2020)

Instrument mobilisé	Modalité et ampleur
Taux directeur	De 2,25% à 1,5% (mars et juin 2020) – niveau historiquement bas
Programme de refinancement	Volume injecté en hausse de +90% par rapport à 2019 ; nouvelles maturités longues
Collatéraux éligibles	Élargissement aux créances privées et titres moins bien notés
Report d'échéances	Moratoire sur les crédits prorogé jusqu'à fin 2020
Garanties publiques	Damane Oxygène (crédits PME) ; Damane Relance (reprise d'activité)

1Le cadre de stabilité financière au Maroc : le CCSRS et les normes prudentielles

En 2014, le Maroc a franchi une étape institutionnelle importante avec la création du **Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS)**, qui réunit Bank Al-Maghrib, l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC), l'Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale (ACAPS) et le Ministère de l'Économie et des Finances. Sa mission est d'identifier les risques systémiques, de coordonner les réponses macroprudentielles et d'assurer la cohérence de la supervision entre les différents segments du système financier.

Parallèlement, BAM a adopté progressivement les normes de Bâle III, en imposant des exigences supérieures aux minima internationaux : ratio de solvabilité minimum de **12%** (contre 10,5% requis par Bâle III), LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) à 100% depuis 2015. Les trois groupes bancaires d'importance systémique (Attijariwafa Bank, BCP, Bank of Africa) sont soumis à des surcharges supplémentaires en fonds propres depuis 2019.

Tableau 6 – Solidité du secteur bancaire marocain (2022)

Indicateur prudentiel	Valeur 2022	Norme BAM
Ratio de solvabilité moyen (%)	13,8	Min. 12%
Ratio CET1 moyen (%)	10,2	Min. 8%
LCR moyen (%)	139	Min. 100%
NSFR moyen (%)	131	Min. 100%
Taux de créances en souffrance (%)	8,6	Objectif : réduction

4 1

Question 1.

Le Document 1 présente trois mécanismes qui distinguent une crise financière d'une récession ordinaire : l'instabilité des bilans, la contagion par la confiance et l'amplification réelle par le canal du crédit.

En vous appuyant sur la chronologie décrite dans le Document 2, **identifiez et illustrez chacun de ces trois mécanismes** à partir de faits concrets tirés de la crise des subprimes. Pour chaque mécanisme, précisez à quel moment de la crise (2006, 2007, 2008, 2009) il s'est manifesté et avec quelle intensité, en vous aidant des données des Tableaux 1 et 2.

Question 2.

Le Document 1 affirme que *“la stabilité des prix ne garantit nullement la stabilité financière”*. Cette affirmation remet en cause le consensus qui dominait la pensée des banques centrales avant 2008.

a) Expliquez le sens précis de cette affirmation et montrez en quoi elle constitue une rupture avec la doctrine monétaire antérieure.

b) À partir des données du Tableau 1 (Document 2), montrez comment la période 2003–2007 aux États-Unis illustre concrètement la possibilité de coexistence entre une inflation maîtrisée et une accumulation silencieuse de déséquilibres financiers majeurs. Identifiez les indicateurs qui auraient dû alerter les autorités.

Question 3.

Le processus de titrisation (transformation des crédits hypothécaires en MBS et CDO) a été initialement présenté par ses promoteurs comme un mécanisme permettant de *“mieux répartir le risque dans le système financier”*.

a) Expliquez, à partir du Document 2, pourquoi ce raisonnement s'est révélé erroné dans le cas de la crise des subprimes. En quoi la titrisation a-t-elle aggravé le risque systémique plutôt que de le réduire ?

b) Quel concept économique fondamental, que vous avez étudié dans les chapitres précédents du cours, permet d'expliquer pourquoi les investisseurs acheteurs de CDO n'étaient pas en mesure d'évaluer correctement le risque réel de ces titres ?

Question 4.

En comparant les Tableaux 3 et 4, le Maroc a maintenu une croissance positive de +4,8% en 2009, alors que la zone euro affichait -4,5% et le Japon -5,4%. Pourtant, l'indice MASI de la Bourse de Casablanca a perdu 13,5% dès 2008.

a) Expliquez cette apparente contradiction entre la résilience de l'économie réelle marocaine et le recul boursier observé.

b) À partir des données des Documents 2 et 3, identifiez et commentez les canaux de transmission qui ont affecté le Maroc malgré sa faible exposition directe aux produits titrisés américains. Dans quelle mesure peut-on affirmer que le Maroc était véritablement "à l'abri" de la crise mondiale ?

Question 5.

Le Tableau 5 (Document 3) présente les instruments mobilisés par Bank Al-Maghrib en réponse au choc COVID-19 en 2020.

a) En vous appuyant sur les typologies de politique monétaire étudiées en cours (politique conventionnelle versus politique non conventionnelle), **classez et justifiez** chacun des instruments du Tableau 5.

b) Le Tableau 2 (Document 2) montre que la Fed américaine a eu recours au Quantitative Easing (QE) dès novembre 2008. Pourquoi Bank Al-Maghrib ne peut-elle pas adopter un programme de QE de même nature et de même ampleur ? Identifiez au moins deux contraintes structurelles propres à l'économie et au système financier marocain qui limitent l'usage de cet outil.

Question 6.

Le Document 3 décrit la création du CCSRS en 2014 et l'adoption progressive des normes de Bâle III par BAM (Tableau 6). Ces dispositifs visent à prévenir une future crise financière systémique au Maroc.

a) En vous appuyant sur les données du Tableau 6, évaluez la solidité prudentielle actuelle du secteur bancaire marocain. En quoi ces indicateurs reflètent-ils une approche macroprudentielle plutôt que strictement microprudentielle ?

b) Malgré ces avancées, identifiez et argumentez **deux sources de vulnérabilité spécifiques** au système financier marocain qui ne sont pas entièrement couvertes par ce cadre. Appuyez-vous sur des éléments factuels tirés du Document 3.

Question 7 – Synthèse.

À la lumière de l'ensemble des trois documents et des concepts du Chapitre 4, rédigez une **note analytique structurée** (environ 25 à 30 lignes) répondant à la question suivante :

“Les crises financières sont-elles inévitables, ou sont-elles le produit de

défaillances évitables de régulation et de politique économique ?”

Votre argumentation doit s'appuyer sur : au moins un mécanisme théorique identifié dans le Document 1, des données empiriques tirées des Documents 2 et/ou 3, une référence à la situation marocaine, et une conclusion argumentée et personnelle. La qualité de la structuration et de la rigueur analytique sera particulièrement appréciée.