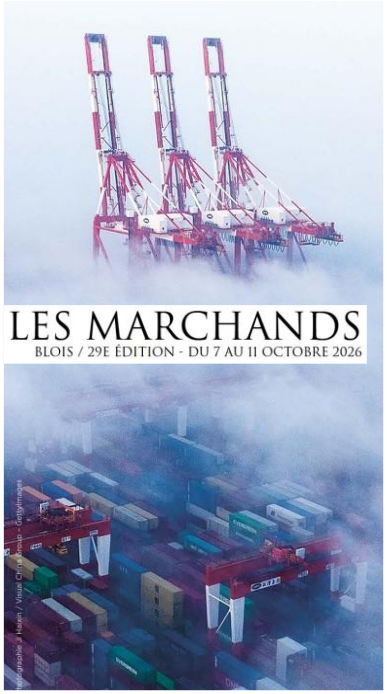
LES RENDEZ-VOUS DE L'HISTOIRE



De la tulipomanie (1636-1637) aux turbulences actuelles : anatomie des crises financières

Parcours pédagogique

Recherche & Enseignement

Jeudi 8 octobre 2026 (11h15-12h45)

Murielle Philippe, enseignante de SES (Lycée Grandmont- Tours) et formatrice

RESSOURCES D'ACCOMPAGNEMENT

Table des matières

1. Propositions pédagogiques 2
1.1. En seconde : découvrir la démarche scientifique en SES au travers de la crise des tulipes 2
1.2. En Première : en lien avec le programme de spécialité SES 4
2. Quelques ressources sur la tulipomanie 7
2.1. Ressources iconographiques 7
2.2. Ressources numériques : 8
2.3. Documents 8
3. Histoire des crises 11
3.1. Ressources numériques 11
3.2. Documents 11
4. Les mécanismes des crises financières 13
4.1. Ressources numériques : 13
4.2. Documents : 14
5. A l'aube d'une nouvelle crise financière ? 18
5.1. Ressources numériques 18
5.2. Documents 19
6. Régulation financière et rôle de la Banque Centrale 26
6.1. Ressources numériques : 26
6.2. Documents 26

1. Propositions pédagogiques

1.1. En seconde : découvrir la démarche scientifique en SES au travers de la crise des tulipes

① Le programme

Comment les économistes, les sociologues et les politistes raisonnent-ils et travaillent-ils ?	• Comprendre : ▪ qu'une des questions de base de l'économie est : « Qu'est-ce qu'une allocation efficace des ressources rares ? » ▪ que celles de la sociologie sont : « Comment fait-on société ? Comment explique-t-on les comportements sociaux ? » ▪ et que celle de la science politique est : « Comment se conquiert et s'exerce le pouvoir politique ? ». • Comprendre que ces disciplines réalisent des enquêtes et utilisent des données et des modèles (représentations simplifiées de la réalité). (…)

② L'objectif de la séquence

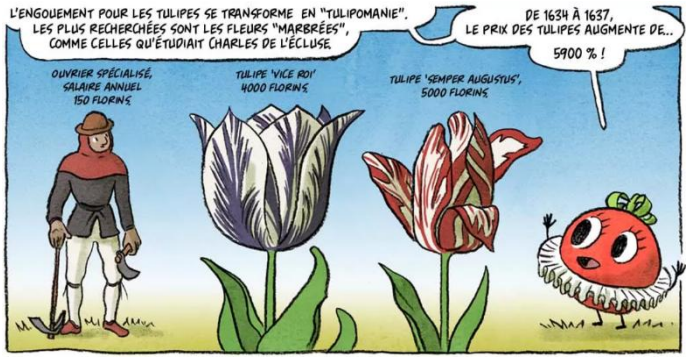
- Ne pas faire un simple récit historique de la tulipomanie … Mais partir d'une histoire pour montrer la spécificité des sciences économiques et sociales…
- En croisant les regards (de l'économiste, du sociologue et du politiste) : nécessaire pour comprendre cette crise financière.
- Déconstruction des mythes entourant cet événement : découverte de la démarche scientifique et distinction opinions/ croyances et connaissances vérifiées.

③ Le scénario

- **Pour débuter** : une **vidéo** proposée par Wikifin : La crise des tulipes

Question. Pourquoi une tulipe peut-elle valoir autant ?
Question. Et pourquoi les prix ont-ils autant augmenté ?

Source : « la tulipomanie, une histoire secouée du bulbe », La Folle histoire des plantes, Terres Vivantes, 2021.



- **Approfondir les questions que se posent les économistes, sociologues et politistes :**

DOCUMENT : Pouvoir politique et pouvoir économique dans la Hollande du XVIIème siècle

Ce que la politique et la vie hollandaise ne cessent de défendre et de sauvegarder, au milieu des péripéties favorables et hostiles qu'elles traversent, c'est un ensemble d'intérêts marchands. Ces intérêts commandent, submergent tout. […] Le commerce est absolument libre, on ne prescrit absolument rien aux marchands, ils n'ont d'autres règles à suivre que celle de leurs intérêts. Ainsi dès que le particulier semble faire pour son commerce quelque chose de contraire à l'État, l'État ferme les yeux et fait semblant de ne pas s'en apercevoir.

Source : Fernand BRAUDEL, Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVe-XVIIIe, tome 3, ed.1986, p. 170-173.

DOCUMENT : Réseaux sociaux, imitation et distinction

Pendant quelques années, ces marchands pensent que leurs intérêts passent par le commerce de tulipes. Celui-ci est dès le début réservé à une certaine élite qui cultive les fleurs par esthétisme et goût du luxe. Depuis son arrivée en Europe au siècle précédent grâce aux Turcs qui l'ont ramenée d'Asie, la tulipe marque l'opulence et la cour de Louis XIII en a fait un *must* des gens fortunés. Elle représente la richesse, un certain esprit cosmopolite, c'est la dépense qui signale que l'on est au-dessus du reste de la société. […] La tulipomania sera le fait d'un réseau restreint de grosses fortunes urbaines, de quelques artisans qualifiés, avocats, chirurgiens, docteurs, notaires, dont les protagonistes se recrutent au sein de réseaux familiaux et religieux. […] Des riches détachés de par leur fortune du reste de la société, un pouvoir politique qui les laisse libre de faire ce que bon leur semble, le plaisir du pari et une abondance de crédit bon marché : tous les ingrédients d'une bulle spéculative sont là.

Source : Christian Chavagneux, Une brève histoire des crises financières, ed. La Découverte, 2011, p. 20-21

- **Pour des liens avec des engouements spéculatifs actuels :**

- Lien, par exemple, avec l'évolution du cours du Bitcoin.
- Un rappeur américain achète pour 300 000 dollars un jeton non fongible (NFT) (pour son avatar Twitter) : Gunna achète et se fait tatouer un NFT à 300 000 dollars | Mouv'

- **De l'importance des sources**

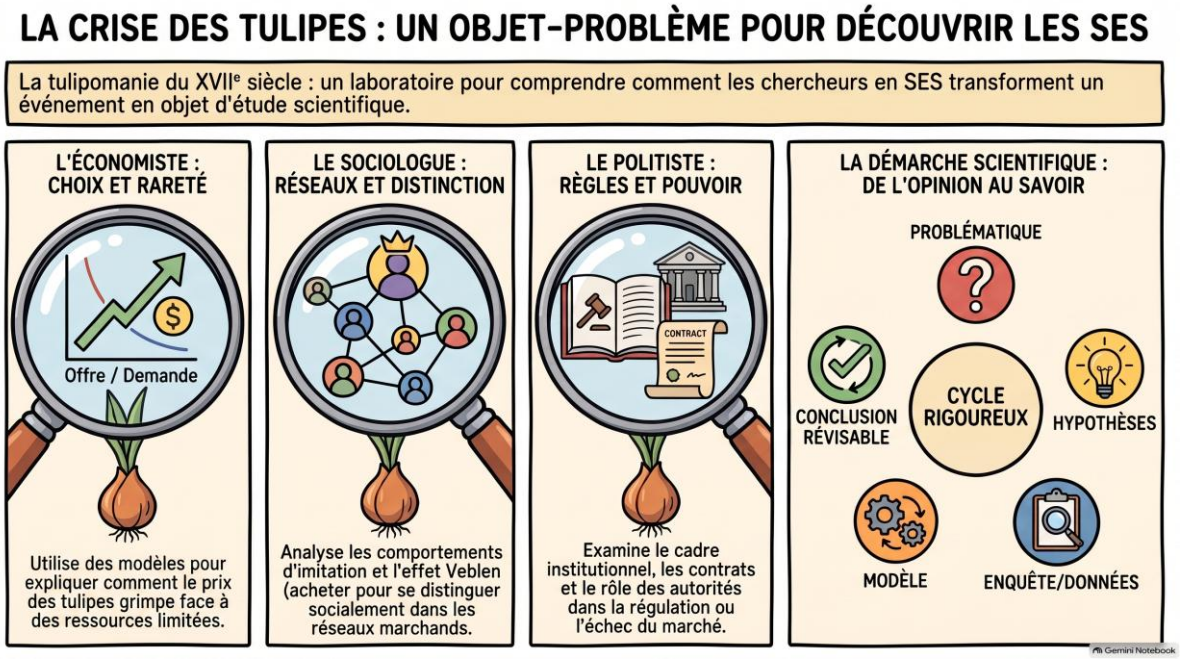
Source : « la tulipomanie, une histoire secouée du bulbe », La Folle histoire des plantes, Terres Vivantes, 2021.

DOCUMENT : De l'importance des sources

Signalons d'emblée le problème auquel se heurte celui qui tente d'en retracer l'histoire près de quatre siècles plus tard. Les sources primaires les plus fiables sur lesquelles s'appuyer sont les documents conservés par les avoués qui ont enregistré la partie des transactions ayant bénéficié d'un cadre légal. Lire le flamand du XVIIe siècle n'étant pas la qualité la plus répandue chez les économistes, nombreux sont les travaux qui s'appuient sur des sources de seconde main – malheureusement, souvent de piètre qualité. On trouve d'abord tous les pamphlets écrits à l'époque pour fustiger le comportement des spéculateurs. Ces documents ont une très nette tendance à exagérer les phénomènes décrits et leurs conséquences ; aussi leurs contenus doivent-ils être utilisés avec prudence. Un comportement dont le journaliste écossais Charles Mackay n'a pas fait preuve. Son livre *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of* Crowds (Études sur d'extraordinaires illusions populaires et sur la folie des foules), paru en 1841, a longtemps fait référence, avant que l'on ne s'aperçoive que la majorité des anecdotes qu'il y raconte sur l'épisode des tulipes, comme celle du marin avalant un bulbe hors de prix en le prenant pour un oignon, étaient largement sujettes à caution. Plus grave pour les économistes, le recours aux travaux du professeur hollandais Nicolas Wilhelmus Posthumus. Celui-ci a pris soin de ne pas se contenter d'un travail de seconde main : il est allé fouiller dans les archives, ce qui a donné lieu à la publication de longs articles en flamand (…). Le problème, révélé seulement en 2007 par la publication de la magnifique étude de l'historienne américaine Anne Goldgar sur cette période, tient à ce que non seulement les transcriptions de documents réalisées par Posthumus ou ses assistants apparaissent truffées d'erreurs et incomplètes mais, surtout, qu'une bonne partie de ses données sont tout simplement fausses, un « 175 » devenant un « 125 », un « 400 » se transformant en « 4 000 », etc. !

Source : Christian Chavagneux, Une brève histoire des crises financières, ed. La Découverte, 2011, p. 16

- **Un visuel de synthèse**



1.2. En Première : une activité en lien avec le programme de spécialité SES

① **Le programme :**

Comment les agents économiques se financent-ils ?	- Comprendre que le financement consiste à couvrir des besoins de financement par des capacités de financement. - Comprendre que le taux d'intérêt – à la fois la rémunération du prêteur et le coût du crédit pour l'emprunteur – est le prix sur le marché des fonds prêtables. - Savoir que le revenu disponible des ménages se répartit entre consommation et épargne et qu'ils peuvent dégager des besoins ou des capacités de financement. - Savoir ce qu'est l'excédent brut d'exploitation et comprendre que les entreprises se financent par autofinancement et financement externe (emprunts bancaires et recours au marché financier, en particulier actions et obligations). - Savoir que le solde budgétaire résulte de la différence entre les recettes (fiscales et non fiscales) et les dépenses de l'État ; comprendre que le déficit budgétaire est financé par l'emprunt et savoir qu'une politique de dépenses publiques peut avoir des effets contradictoires sur l'activité (relance de la demande / effet d'éviction).
Qu'est-ce que la monnaie et comment est-elle créée ?	- Connaître les fonctions de la monnaie et les formes de la monnaie. - Comprendre comment le crédit bancaire contribue à la création monétaire, à partir du bilan simplifié d'une entreprise et de celui d'une banque. - Comprendre le rôle de la banque centrale dans le processus de création monétaire, en particulier à travers le pilotage du taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire, et comprendre les effets que ces interventions peuvent produire sur le niveau des prix et sur l'activité économique.

② **Logique de l'activité** :

- Au-delà d'une explicitation des principaux mécanismes, montrer aux élèves comment les thématiques du programme peuvent **s'encastrer dans des problématiques actuelles**.
- Etudier un **texte long** (accompagné de **données statistiques**) invite à un travail plus approfondi de **sélection** des informations et permet aussi d'aborder des **points différents du programme.**
- A partir d'un article de journal (Le Monde) : Pourquoi les Etats doivent-ils payer toujours plus cher pour s'endetter, 3 septembre 2026. (A retrouver dans le dossier documentaire, page 21-22).

③ **Liens avec les objectifs d'apprentissage du programme** :

- Revoir le rôle de la **banque centrale au travers du pilotage du taux d'intérêt à court terme** (et l'impact sur le niveau des prix, l'activité économique).
- Comprendre le **financement externe des entreprises**, par recours aux marchés financiers (actions et obligations).
- Revoir le lien entre **augmentation des besoins de financements** (des géants de l'IA et des Etats : emprunts obligataires privés et publics) et **augmentation des taux d'intérêt sur le marché des fonds prêtables**.
- Découvrir un exemple **d'effet d'éviction** (différent de celui du programme) lié aux investissements massifs dans l'IA, non financés par l'autofinancement ou l'emprunt bancaire.
- Illustrer le lien **entre déficit public et dette publique**.

④ **Modalités** :

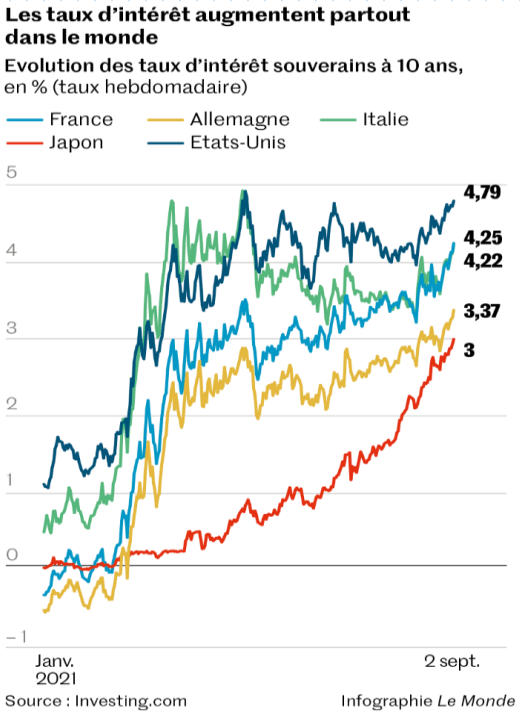
- Travail de groupe, 4 élèves, en classe puzzle ou non.
- Restitution orale ou écrite.
- Illustration à partir d'un document statistique central.

⑤ **Prolongements** :

- Prendre appui sur cette séance pour présenter le **Grand Oral**.
- Proposer des exemples de sujets de **Grand Oral** pour ouvrir sur le programme de Terminale.

Les 4 thématiques abordées par l'article de journal

① Le financement des Etats sur les marchés financiers



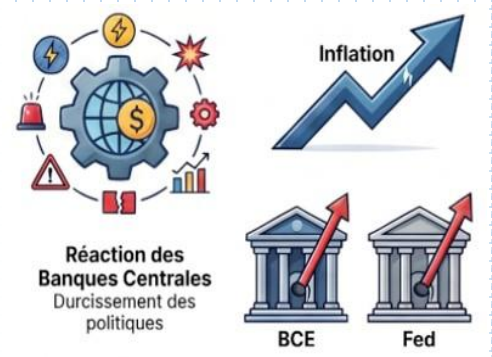
Question 1. Pourquoi les Etats empruntent-ils sur les marchés financiers ?

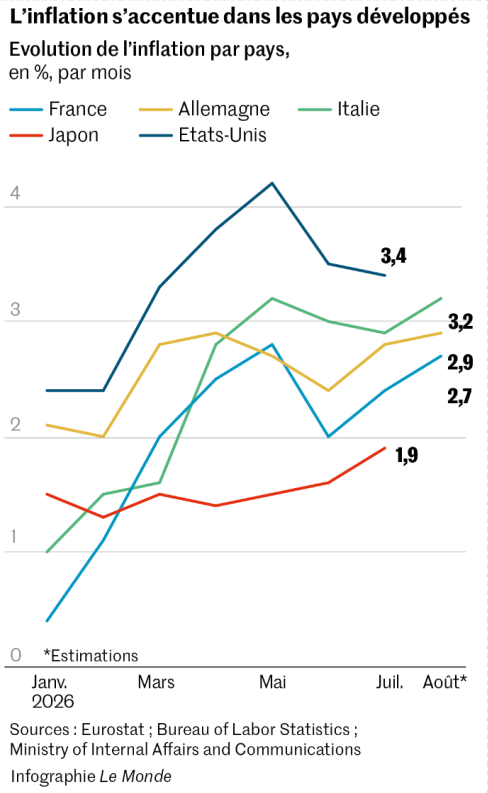
Question 2. Pourquoi ceux qui prêtent demandent-ils des taux d'intérêt plus élevés aujourd'hui ?

Vers le Grand Oral :

Exemple de questionnement : Sommes-nous à la veille d'une nouvelle crise financière ?

② Le rôle des banques centrales





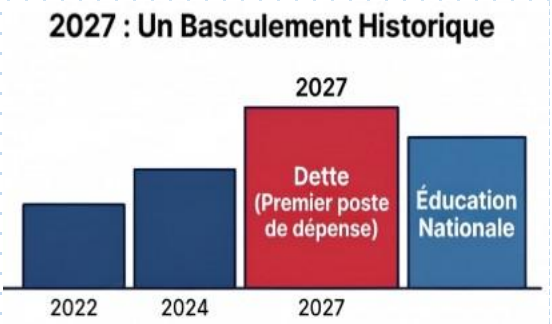
Question 1. Pourquoi les banques centrales ont-elles récemment remonté leurs taux d'intérêt ?

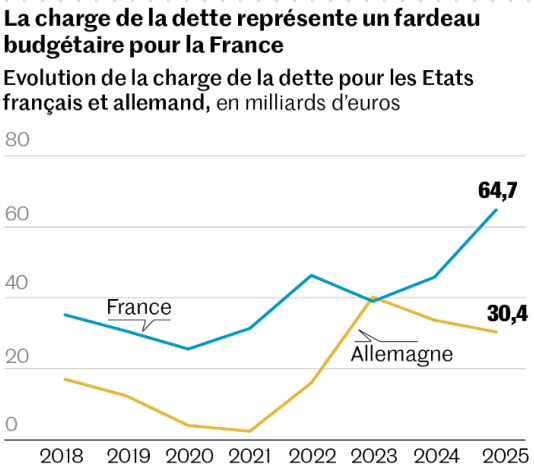
Question 2. Quel impact cette décision peut-elle avoir sur le niveau des prix et l'activité économique ?

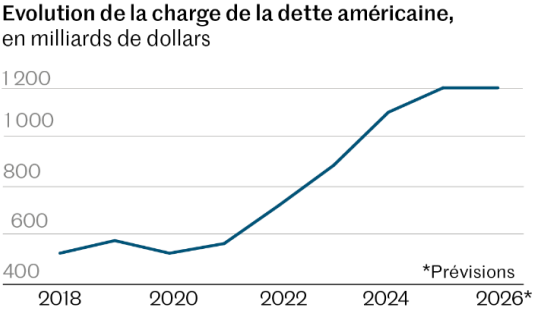
Vers le Grand Oral :

Exemples de questionnement : Que peut faire la Banque Centrale Européenne en cas de crise des dettes souveraines ? Le système financier mondial est-il suffisamment régulé ?

③ Le problème de la charge de la dette







Sources : Vie publique ; Agence de la dette allemande ; Trésor américain

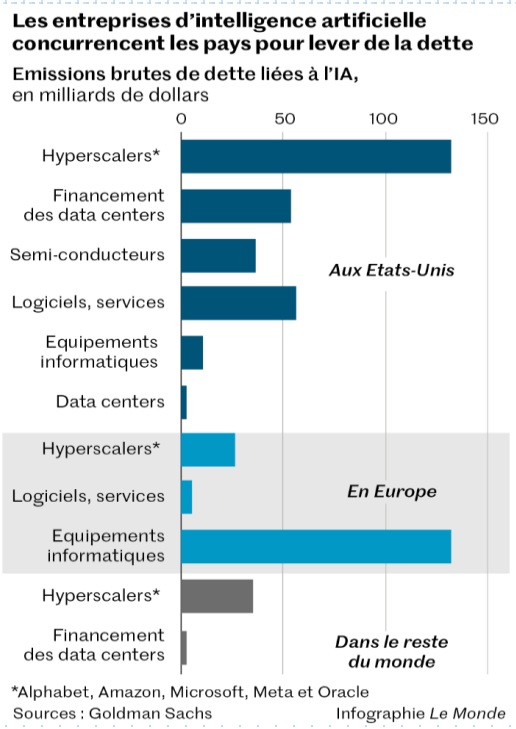
Question 1. Pourquoi un taux d'intérêt élevé est un problème pour les Etats qui veulent emprunter ?

Question 2. Quelles conséquences, le niveau d'endettement des Etats peut-il avoir sur le solde budgétaire de l'Etat ?

Vers le Grand Oral :

Exemple de questionnement : La France peut-elle continuer à augmenter sa dette publique sans compromettre son avenir économique ?

④ Le financement des entreprises (géants de l'IA) sur les marchés financiers.



Question 1. Comment les entreprises se financent-elles sur les marchés financiers ?

Question 2. Quelles conséquences, leur niveau d'endettement peut-il avoir ?

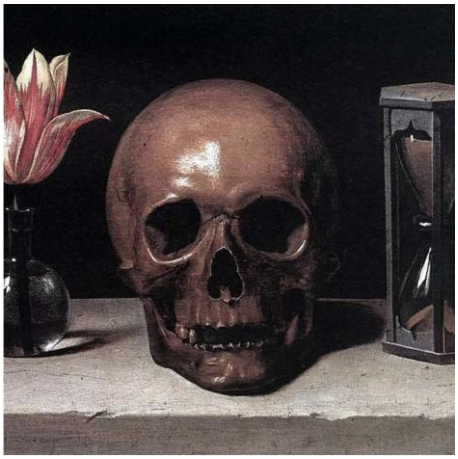
Vers le Grand Oral :

Exemples de questionnement : Assiste-t-on à une bulle dans l'IA ? L'IA : une nouvelle bulle spéculative porteuse d'un risque de crise financière ? Nvidia : une entreprise à part dans le monde de l'IA?

2. Quelques ressources sur la tulipomanie

2.1. Ressources iconographiques

La *Semper Augustus* (malade du Potyvirus), Illustration, XVIIème	**Anonyme, *La vente des oignons de tulipe*, XVIIe siècle,** Musée des beaux-arts de Rennes.

Philippe de Champaigne, *Vanitas ou Allégorie de la vie humaine*, 1646, musée de Tessé au Mans**.**	**Une "charrette de spéculateurs" poursuivis par des tisserands.** Huile sur toile de Hendrick Gerritsz Pot, 1637. FRANS HALS MUSEUM HAARLEM
	

Jan Brueghel le Jeune, *Allégorie de la Tulipomanie*, 1640

2.2. Ressources numériques :

- Un **podcast** de France Culture (par Jézabel Couppey-Soubeyran): « Qu'est-ce que la Tulipomania, première bulle financière de l'économie moderne ? » .
- Un **podcast** de France Culture (par Jézabel Couppey-Soubeyran) sur les marchés à terme .
- Un **résumé** : 3 février 1637 : l'éclatement de la crise de la tulipe - La finance pour tous
- Un **résumé** complet et sourcé : https://www.sessile.fr/plaidoyer/la-tulipomanie-la-fievre-des-fleurs/
- Une **vidéo** proposée par Wikifin : La crise des tulipes
- Une **bande dessinée** : « la tulipomanie, une histoire secouée du bulbe », La Folle histoire des plantes, Terres Vivantes.

2.3. Documents

DOCUMENT - Une des premières crises financières : la tulipomanie

Citant Charles Mackay, John Kenneth Galbraith, dans sa Brève Histoire de l'euphorie financière (1992, édition française), évoque l'histoire de ce jeune marin hollandais du XVIIe siècle qui s'en alla déguster un beau hareng rouge, avec ce qu'il croyait être un oignon. L'objet de sa gourmandise était en fait un bulbe de Semper Augustus, tout juste arrivé du Levant et dont son propriétaire avait aussitôt constaté qu'il manquait à la cargaison fraîchement débarquée : il valait alors, au plus fort de la « tulipomanie » en 1636, quelque 3 000 florins, soit bien assez pour acquérir « un carrosse neuf, deux chevaux gris et leur harnais » ! Importée en Europe occidentale, à partir du XVIe siècle, des pays de la Méditerranée orientale et, plus à l'Est, de Constantinople notamment, la tulipe suscita en Hollande un engouement incroyable. La fascination des collectionneurs céda bientôt la place à des échanges purement spéculatifs. La spéculation se fixa là sur un bien étrange support, une fleur. Mais, tant que l'engouement persistait, chacun pouvait acheter un jour donné, même à un prix exorbitant et sans mesure aucune avec la valeur intrinsèque de la tulipe, en pensant pouvoir revendre à un prix encore plus démentiel le lendemain. Tant que tout le monde pensait ainsi, se berçant d'illusions, la bulle, en l'occurrence l'écart grandissant entre une valeur d'échange faramineuse et la faible valeur intrinsèque d'un bulbe de fleur, pouvait gonfler encore et encore.

Jézabel COUPPEY, « TULIPOMANIE », EncyclopædiaUniversalis [en ligne], consulté le 4 sept.2026.

DOCUMENT - Tulipes : quand les bulbes dégénèrent en "bulle"

En 1593, un Flamand du nom de Charles de l'Ecluse fit l'acquisition de quelques-unes de ces précieuses fleurs et les ramena aux Pays-Bas où, s'adaptant sans problème au climat, elles prospérèrent. […] Les tulipes "cassées", "marbrées" ou "flammées" étaient très appréciées. On sait aujourd'hui que ces anomalies sont dues à la présence d'un virus, le polyvirus, dont on ne peut dire à l'avance s'il sera ou non transmis dans le bulbe ni à quelle forme de fleur il donnera naissance.

Un marché est dit organisé quand les opérations qui s'y déroulent transitent par une chambre de compensation. Dans un tel système, tous les intermédiaires, banquiers ou courtiers, en sont membres ; les produits financiers qui s'y échangent sont standardisés ; les prix sont transparents ; les profits connus. Les intermédiaires ont pignon sur rue et doivent verser un dépôt de garantie, qui est liquidé si l'intermédiaire ne peut supporter ses pertes. Le système est ainsi sécurisé. Or, s'il est un marché inorganisé, c'est bien celui des tulipes à Amsterdam. Les affaires se règlent parfois devant notaire, parfois au sein de la Bourse de commerce, mais aussi, souvent, au moyen d'un simple bout de papier signé au fond d'une obscure taverne, lors de réunions entre négociants, réunis en "collèges". Tous les abus sont donc possibles. En 1634, Amsterdam est prise de délire, et une folie spéculative s'empare de la population. Plantés entre juin et septembre, les bulbes de tulipes fleurissent entre avril et mai de l'année suivante, et ce décalage dans le temps donne naissance à un marché à terme très sophistiqué. Le volume des transactions s'envole. Les prix aussi, dans une exubérance décrite en 1841 par Charles McKay dans son livre *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds.* McKay indique que, au plus haut de la spéculation, un bulbe de *Semper Augustus*, la tulipe la plus recherchée, vaut 10 000 florins, soit l'équivalent de 5 hectares de terres ou le prix d'un beau palais sur un canal prisé d'Amsterdam. De 1634 à 1637, en trente-six mois, le prix des bulbes augmente de… 5 900 %. Le marché de la tulipe a alors perdu tout lien avec la réalité, la spéculation oubliant ce que l'on nomme le "sous-jacent", c'est-à-dire la tulipe elle-même, et ne pensant qu'aux gains espérés. L*es fleuristes trouvent alors tout à fait normal de vendre des tulipes qu'ils ne peuvent pas livrer à des clients qui n'ont pas l'argent pour les payer et qui n'ont aucune intention de les planter",* note l'historien Mike Dash. Ces transactions sont devenues du *windhandel,* c'est-à-dire un commerce du vent, basé sur une simple mais coûteuse fantaisie.

[…] Le 6 février 1637, les négociants se retrouvent comme d'habitude dans les tavernes de Haarlem. On y traite d'opérations à terme, les bulbes ne germant qu'au printemps. Mais ce jour-là est différent : les acheteurs se font rares, les transactions patinent. Le marché se retourne soudain, et c'est l'éclatement de la "bulle". […] Comment expliquer ce soudain retournement ? Par la peste bubonique qui ravage la ville, et qui perturbe les courants d'affaires ? Possible. Comme il n'y a pas de registres précis, les données fiables sur l'évolution des prix sont rares, voire inexistantes. […] Pour soulager le marché, les députés d'Amsterdam déclarent que les contrats à terme sur les bulbes de tulipe ne sont qu'un jeu de hasard et annulent tous les contrats, dont les acheteurs peuvent se sortir en payant une soulte de 3,5 %.

Source : Le Monde, « Tulipes : quand les bulbes dégénèrent en "bulle », 05 août 2013

DOCUMENT : De l'importance des sources

Signalons d'emblée le problème auquel se heurte celui qui tente d'en retracer l'histoire près de quatre siècles plus tard. Les sources primaires les plus fiables sur lesquelles s'appuyer sont les documents conservés par les avoués qui ont enregistré la partie des transactions ayant bénéficié d'un cadre légal. Lire le flamand du XVIIe siècle n'étant pas la qualité la plus répandue chez les économistes, nombreux sont les travaux qui s'appuient sur des sources de seconde main – malheureusement, souvent de piètre qualité. On trouve d'abord tous les pamphlets écrits à l'époque pour fustiger le comportement des spéculateurs. Ces documents ont une très nette tendance à exagérer les phénomènes décrits et leurs conséquences ; aussi leurs contenus doivent-ils être utilisés avec prudence. Un comportement dont le journaliste écossais Charles Mackay n'a pas fait preuve. Son livre *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of* Crowds (Études sur d'extraordinaires illusions populaires et sur la folie des foules), paru en 1841, a longtemps fait référence, avant que l'on ne s'aperçoive que la majorité des anecdotes qu'il y raconte sur l'épisode des tulipes, comme celle du marin avalant un bulbe hors de prix en le prenant pour un oignon, étaient largement sujettes à caution. Plus grave pour les économistes, le recours aux travaux du professeur hollandais Nicolas Wilhelmus Posthumus. Celui-ci a pris soin de ne pas se contenter d'un travail de seconde main : il est allé fouiller dans les archives, ce qui a donné lieu à la publication de longs articles en flamand (…). Le problème, révélé seulement en 2007 par la publication de la magnifique étude de l'historienne américaine Anne Goldgar sur cette période, tient à ce que non seulement les transcriptions de documents réalisées par Posthumus ou ses assistants apparaissent truffées d'erreurs et incomplètes mais, surtout, qu'une bonne partie de ses données sont tout simplement fausses, un « 175 » devenant un « 125 », un « 400 » se transformant en « 4 000 », etc. !

Source : Christian Chavagneux, Une brève histoire des crises financières, ed. La Découverte, 2011, p. 16

DOCUMENT : Y-a-t-il un Etat des Provinces-Unies ?

Les bulles spéculatives sont rarement le fait des pauvres. La Hollande du XVIIe siècle est au sommet de sa gloire. Amsterdam est alors la première puissance maritime, militaire et commerciale mondiale […]. Sa puissance rayonne dans les Provinces-Unies et au-delà, et ses marchands sont riches. Leur puissance économique et financière leur donne bien entendu du pouvoir politique. Contrairement à leurs voisins européens qui vivent sous l'autorité des rois, les Provinces-Unies du XVIIe siècle forment une République […]. Chaque province dispose de sa propre administration, mais le véritable pouvoir se trouve en dessous, chez les régents qui dirigent les villes. […] Les régents forment avec les riches marchands une véritable oligarchie politico-financière. Ils disposent d'un pouvoir pratiquement illimité en matière de fisc, de justice et d'organisation de l'activité économique (…].

Source : Christian Chavagneux, Une brève histoire des crises financières, ed. La Découverte, 2011, p.19-20

DOCUMENT : Pouvoir politique et pouvoir économique dans la Hollande du XVIIème siècle

Ce que la politique et la vie hollandaise ne cessent de défendre et de sauvegarder, au milieu des péripéties favorables et hostiles qu'elles traversent, c'est un ensemble d'intérêts marchands. Ces intérêts commandent, submergent tout. […] Le commerce est absolument libre, on ne prescrit absolument rien aux marchands, ils n'ont d'autres règles à suivre que celle de leurs intérêts. Ainsi dès que le particulier semble faire pour son commerce quelque chose de contraire à l'État, l'État ferme les yeux et fait semblant de ne pas s'en apercevoir.

Source : Fernand BRAUDEL, Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVe-XVIIIe, tome 3, ed.1986, p. 170-173.

DOCUMENT : Réseaux sociaux, imitation et distinction

Pendant quelques années, ces marchands pensent que leurs intérêts passent par le commerce de tulipes. Celui-ci est dès le début réservé à une certaine élite qui cultive les fleurs par esthétisme et goût du luxe. Depuis son arrivée en Europe au siècle précédent grâce aux Turcs qui l'ont ramenée d'Asie, la tulipe marque l'opulence et la cour de Louis XIII en a fait un *must* des gens fortunés. Elle représente la richesse, un certain esprit cosmopolite, c'est la dépense qui signale que l'on est au-dessus du reste de la société. […] La tulipomania sera le fait d'un réseau restreint de grosses fortunes urbaines, de quelques artisans qualifiés, avocats, chirurgiens, docteurs, notaires, dont les protagonistes se recrutent au sein de réseaux familiaux et religieux. […] Des riches détachés de par leur fortune du reste de la société, un pouvoir politique qui les laisse libre de faire ce que bon leur semble, le plaisir du pari et une abondance de crédit bon marché : tous les ingrédients d'une bulle spéculative sont là.

Source : Christian Chavagneux, Une brève histoire des crises financières, ed. La Découverte, 2011, p. 20-21

DOCUMENT : La folie des tulipes : l'histoire classique d'une bulle financière néerlandaise est en grande partie fausse

La folie des tulipes était irrationnelle, raconte-t-on. La folie des tulipes était une frénésie. Tout le monde aux Pays-Bas était impliqué, des ramoneurs aux aristocrates. Le même bulbe de tulipe, ou plutôt le futur des tulipes, était échangé parfois 10 fois par jour. Personne ne voulait des ampoules, seulement des profits – c'était un phénomène de pure cupidité. Les tulipes étaient vendues à des prix exorbitants – le prix des maisons – et des fortunes étaient gagnées et perdues. C'est la folie des nouveaux venus sur le marché qui déclencha le krach de février 1637. Des ruinés désespérés se jetaient dans les canaux. Le gouvernement intervint finalement et cessa le commerce, mais pas avant que l'économie hollandaise ne soit ruinée.

Oui, c'est une histoire passionnante. Le problème, c'est que la plupart de ces choses sont fausses. Mes années de recherche dans les archives néerlandaises pendant que je travaillais sur un livre, Tulipmania : Argent, honneur et connaissance à l'âge d'or néerlandais, m'ont raconté une autre histoire. […]

La folie des tulipes n'était pas irrationnelle. Les tulipes étaient un produit de luxe relativement récent dans un pays qui étendait rapidement sa richesse et ses réseaux commerciaux. Beaucoup plus de personnes pouvaient se permettre des luxes – et les tulipes étaient perçues comme belles, exotiques et évoquant le bon goût et l'érudition des membres bien éduqués de la classe marchande. Beaucoup de ceux qui achetaient des tulipes achetaient aussi des peintures ou collectionnaient des raretés comme des coquillages.

Les prix ont augmenté, car les tulipes étaient difficiles à cultiver d'une manière qui faisait ressortir les populaires pétales rayés ou tachetés, et ils restaient encore rares. Mais il n'était pas irrationnel de payer un prix élevé pour quelque chose généralement considéré comme précieux, et pour lequel la personne suivante pourrait payer encore plus. La folie des tulipes n'était pas une frénésie non plus. En fait, pendant une grande partie de l'époque, le commerce était relativement calme, situé dans des tavernes et des quartiers plutôt qu'à la bourse. Elle devint également de plus en plus organisée, avec des entreprises créées dans diverses villes pour cultiver, acheter et vendre, et des comités d'experts émergèrent pour superviser le commerce. Loin d'avoir échangé des ampoules des centaines de fois, je n'ai jamais trouvé de chaîne d'acheteurs plus longue que cinq, et la plupart étaient bien plus courtes. […] Les prix pouvaient être élevés, mais la plupart du temps, ils ne l'étaient pas. Bien qu'il soit vrai que les tulipes les plus chères coûtaient environ 5 000 florins (le prix d'une maison bien aménagée), je n'ai pu identifier que 37 personnes qui dépensaient plus de 300 florins pour des bulbes, soit environ le salaire annuel d'un maître artisan. Beaucoup de tulipes étaient bien moins chères. À une ou deux exceptions près, ces meilleurs acheteurs venaient de la riche classe marchande et pouvaient tout à fait se permettre les ampoules. […] Les effectifs étaient relativement faibles, principalement issus de la classe marchande et artisanale qualifiée – et beaucoup d'acheteurs et vendeurs étaient liés entre eux par leur famille, leur religion ou leur voisinage. Les vendeurs vendaient principalement à des personnes qu'ils connaissaient.

Lorsque le krach est arrivé, ce n'était pas à cause de personnes naïves et mal informées entrant sur le marché, mais probablement par crainte d'un surapprovisionnement et de l'insoutenabilité de la forte hausse des prix dans les cinq premières semaines de 1637. Aucun des bulbes n'était réellement disponible – ils étaient tous plantés en terre – et aucun argent n'était échangé tant que les bulbes ne pouvaient pas être remis en mai ou juin. Ainsi, ceux qui ont perdu de l'argent lors du krach de février ne l'ont fait que de manière théorique : ils pourraient ne pas être payés plus tard. Quiconque avait à la fois acheté et vendu une tulipe sur papier depuis l'été 1636 n'avait rien perdu. Seuls ceux qui attendaient le paiement étaient en difficulté, et c'étaient des personnes capables de supporter la perte. Personne ne s'est noyé dans les canaux. Je n'ai trouvé aucun failli durant ces années qui puisse être identifié comme quelqu'un ayant subi le coup financier fatal de la manie des tulipes. Si les acheteurs et vendeurs de tulipes apparaissent dans les registres de faillite, c'est parce qu'ils achetaient des maisons et des biens d'autres personnes qui avaient fait faillite pour une raison quelconque – ils avaient encore largement d'argent à dépenser. L'économie néerlandaise resta totalement inchangée. Le « gouvernement » (terme peu utile pour la République fédérale néerlandaise) n'a pas fermé le commerce, et a même réagi lentement et avec hésitation aux demandes de certains commerçants et conseils municipaux pour résoudre les différends. Le tribunal provincial de Hollande a suggéré que les gens discutent entre eux et essaient de rester à l'écart des tribunaux : pas de régulation gouvernementale ici.

Source: Anne Goldgar, The Conversation, "Tulip mania: the classic story of a Dutch financial bubble is mostly wrong », février 2018.

3. Histoire des crises

3.1. Ressources numériques

- Des **vidéos** sur Lumni : Crise de 1929, crise de 1987, crise asiatique de 1997, crise de 2008.
- Une **vidéo** : intervention télévisée d'Irving Fisher le 23 octobre 1929 : "Stocks have reached a permanently high plateau".
- Une **vidéo** sur la crise des subprimes : la crise des subprimes expliquée en 6 minutes (août 2017).
- Un **résumé** sur la crise financière de 2008 (Economie.gouv.fr, Faciléco).
- Une **publication** de la Banque de France, sur la crise de 2008.
- Un **résumé** les différentes crises (bulle internet, bulle immobilière, bulle chinoise , 2001-2015), La Finance pour tous.
- Une **vidéo** du Campus de l'innovation- lycées : Les principales caractéristiques des crises de 1930 et 2008

3.2. Documents

DOCUMENT : les principales crises financières

Un peu d'histoire

De 1634 à 1637 en Hollande, les **bulbes de tulipe** suscitent un engouement massif. Le prix d'un bulbe est multiplié par 20 en quelques mois, atteignant des niveaux exorbitants (jusqu'à 2 fois la valeur d'une maison, ou plusieurs dizaines d'années du salaire d'un ouvrier). Soudain, début 1637, les prix s'effondrent et sont divisés par 20 en trois mois.

1720 En France, crise financière provoquée par la chute du **système de John Law** (1re expérience de papier-monnaie menée en France) et l'effondrement du cours des actions de la Compagnie d'Occident, en charge de l'exploitation des colonies d'Amérique du Nord. En 1717, le capital de cette société était offert au public pour 150 livres par action. Au plus haut, suite à une intense spéculation (opérations à découvert notamment), le prix de l'action a atteint plus de 10 000 livres, avant de s'écrouler.

De 1924 à 1929 le marché boursier connaît aux États-Unis une forte hausse (indice Dow Jones multiplié par 4) favorisée notamment par l'autorisation donnée en 1926 d'acheter des actions en ayant recours au crédit bancaire. À partir de septembre 1929, le marché se retourne, et le 24 octobre 1929 (« **Jeudi noir** ») les cours s'effondrent. Ils perdront 90 % en 3 ans. La crise boursière devient crise financière puis crise économique et s'étend au monde entier : c'est la **Grande dépression**.

2001 L'innovation que représente Internet galvanise les investisseurs qui financent les entreprises « .com » sans trop se soucier de leur profitabilité ou de leur modèle économique. Le Nasdaq, indice boursier américain des entreprises technologiques, est multiplié par 10 en 5 ans (**bulle Internet**) avant de perdre 70 % de sa valeur en une année.

2007 Aux États-Unis, la hausse continue des prix de l'immobilier depuis 2000 est alimentée par un recours massif à l'endettement de ménages peu solvables (crédits « subprimes ») et à la titrisation. Cette bulle éclate, déclenchant **en 2008 une crise financière** puis une crise économique mondiales. L'indice Dow Jones, qui avait augmenté de 75 % de 2003 à 2008, chute de 50 % en moins de 6 mois.

2015 En Chine, l'ouverture des marchés financiers aux particuliers et la possibilité d'investir en s'endettant créent une bulle spéculative qui explose au cours de l'été 2015. L'indice SSE de la **bourse de Shanghai**, qui avait augmenté de 150 % en un an, chute de près de 45 % en 2 mois.

2021-2022 Bulle des cryptoactifs. En 2021, la capitalisation des cryptoactifs atteint 3 000 milliards de dollars. Mais en 2022, le marché s'effondre : le Bitcoin perd plus de 60 % de sa valeur, illustrant la volatilité extrême et les risques de la spéculation numérique.

2021-2023 Crise immobilière en Chine. Le surendettement du promoteur Evergrande déclenche une crise de liquidité en 2021. La spéculation immobilière conduit à un effondrement progressif du marché, fragilisant promoteurs et banques.

Source : Banque de France, Bulle spéculative, Avril 2025.

DOCUMENT - Les années 20 aux États-Unis : l'euphorie avant la crise

En 1920, la majorité de la population des États-Unis vit en ville, favorisant une nouvelle forme de consommation reposant sur l'achat de produits manufacturés, y compris dans l'agro-alimentaire, et la création des premiers supermarchés. L'accès à cette nouvelle société de consommation était aussi devenu possible grâce au développement de l'emploi salarié et son corollaire celui des grandes entreprises. […]

Cependant, peu à peu, l'économie des États-Unis connaît une formidable accélération, tirant profit tant des avancées techniques et scientifiques issues de la première guerre mondiale (automobile, aviation, téléphone, chimie, etc.) que de l'organisation industrielle du travail qui s'était développée au début du 20e siècle dans les usines Ford (chaîne de montage). […]

Durant cette période d'euphorie économique, la récession et le chômage aux États-Unis n'étaient plus qu'un lointain souvenir. Il était devenu évident que des événements, tels que le chômage et la crise, ne pourraient jamais se reproduire. On commençait à considérer la prospérité comme allant de soi. L'économiste américain Alvin H. Hansen exprimait l'opinion dominante lorsqu'il écrivait en 1927 que les « maladies d'enfance » du capitalisme diminuaient en intensité et que « *le caractère du cycle industriel était en train de changer* ». Un autre économiste, confiait dans un entretien donné à l'« *American Magazine* » en juin 1929 : « *la situation économique du monde semble être à la veille d'un grand pas en avant* » (Harman, 2011, p. 505). Ce pas en avant ne pouvait être que meilleur que le précédent, ses propos ne contenaient aucun signe d'inquiétude. Irving Fisher, plus réaliste, écrivait en septembre 1929 : « *il se peut qu'il y ait une récession dans les prix des actions, mais rien de la nature d'une catastrophe* » (Galbraith, 1970, p. 110). Enfin, le 4 décembre 1928, le président Coolidge, lequel précéda H. Hoover, déclarait dans son dernier message de l'état de l'Union au nouveau Congrès : « *aucun Congrès des États-Unis jamais réuni, en examinant l'état de l'Union, n'a eu de perspective plus agréable que celle qui apparaît aujourd'hui. À l'intérieur, règnent la tranquillité et la satisfaction… et le record des années de prospérité. À l'extérieur, règnent la paix, la bonne volonté tirée d'une compréhension mutuelle* » (Galbraith, 1970, p. 26 ; Harman, 2011, p. 510). Il conclut que l'on pouvait appréhender l'avenir avec optimisme… Pourtant, la crise éclata alors qu'il était au pouvoir.

Source : Boutillier Sophie, « La crise de 1929 ou la leçon non apprise de l'histoire », Marché et organisations, 2013/3 (N° 19), p. 13-30.

DOCUMENT - Comment la crise des *subprimes* a-t-elle commencé ?

La crise de 2008 a débuté avec les difficultés rencontrées par les ménages américains à faible revenu pour rembourser les crédits qui leur avaient été consentis pour l'achat de leur logement. Ces crédits étaient destinés à des emprunteurs qui ne présentaient pas les garanties suffisantes pour bénéficier des taux d'intérêt préférentiels (en anglais « prime rate »), mais seulement à des taux moins préférentiels (« subprime »).

L'endettement des ménages américains a pu s'appuyer sur les taux d'intérêt extrêmement bas pratiqués pendant des années par la Banque centrale des États-Unis (la « FED ») à partir de 2001 après la crise boursière sur les valeurs « Internet ». En outre, les crédits étaient rechargeables, c'est-à-dire que régulièrement, on prenait en compte la hausse de la valeur du bien, et on autorisait l'emprunteur à se réendetter du montant de la progression de la valeur de son patrimoine. […] Les crédits « subprime » ont été gagés par une hypothèque sur le logement acheté, l'idée étant que les prix de l'immobilier aux États-Unis ne pouvaient que grimper. Dans ces conditions, une défaillance de l'emprunteur devait être plus que compensée par la vente du bien hypothéqué. Autre caractéristique, ces crédits ont souvent été accordés avec des taux variables. Plus précisément, les charges financières de remboursement étaient au démarrage très allégées pour attirer l'emprunteur. Elles augmentaient au bout de 2 ou 3 ans et le taux d'emprunt était indexé sur le taux directeur de la FED.

Ce qui s'est passé est finalement assez facile à comprendre : la Banque Centrale américaine a progressivement relevé ses taux de 1 % en 2004 à plus de 5 % en 2006 pour tenir compte de l'évolution de l'inflation et de la croissance américaine. Les charges financières des emprunts se sont considérablement alourdies. Un nombre croissant de ménages n'a pu faire face. "Les arbres ne sont pas montés jusqu'au ciel" et les prix de l'immobilier ont fini par se retourner à la baisse dans l'ensemble des États-Unis.

Résultat : la valeur des habitations est devenue inférieure à la valeur des crédits qu'elles étaient supposées garantir. L'afflux des défaillances des emprunteurs et des reventes de leurs maisons hypothéquées a accéléré la baisse des prix de l'immobilier. Les pertes se sont donc accumulées également du côté des prêteurs. Des établissements de crédit spécialisés se sont, les premiers, retrouvés en difficulté. À l'été 2007, le taux de non remboursement sur les crédits « subprime » dépassait 15 % contre 5 % en moyenne à la même époque pour l'ensemble des crédits hypothécaires aux États-Unis, chiffre lui-même record depuis 1986. Certes les défauts de paiement ne conduisent pas tous à la faillite de l'emprunteur et à la vente du bien hypothéqué. Mais on estimait, fin août 2007, que près d'1 million d'emprunteurs avaient perdu leur logement. Ce pourrait concerner *in fine* environ 3 millions de ménages américains.

Source : https://www.economie.gouv.fr/facileco/comment-crise-a-t-elle-commence.

DOCUMENT : **Le déclenchement de la crise bancaire en 2008 aux États-Unis**

Victime emblématique de la crise bancaire de l'été 2007, la banque britannique Northern Rock est finalement nationalisée en février 2008. En mars, le fonds spéculatif Carlyle Capital fait défaut sur 16,6 milliards de dollars de dette et entraîne dans sa chute la banque d'investissement américaine Bear Sterns. Celle-ci échappe de peu à la faillite, grâce à l'action du Trésor américain et de la Réserve fédérale, qui orchestrent son rachat par la banque d'investissement JP Morgan. En juillet 2008, deux agences américaines de refinancement hypothécaire, Freddie Mac et Fannie Mae, se trouvent à leur tour dans une situation critique. [...] La faillite de ces agences aurait des conséquences très graves sur le système financier, car elles détiennent ou garantissent 5 200 milliards de dollars de créances hypothécaires, soit plus de 40 % de l'encours du crédit immobilier américain. [...] Elles sont finalement mises sous tutelle publique le 7 septembre 2008. La dynamique négative de la crise s'accélère courant septembre : le 12, deux banques d'affaires, Merrill Lynch et Lehman Brothers, se trouvent à leur tour au bord de la faillite.

La première est rachetée par Bank of America, mais la seconde ne trouve finalement pas de repreneur et le secrétaire au Trésor américain, Henry Paulson, la laisse faire faillite. La raison de cette décision est simple : les sauvetages successifs de Bear Sterns, Freddie Mac et Fannie Mae puis Merrill Lynch accréditent largement la thèse d'un « sauvetage » garanti pour les banques en cas de problème, ce qui peut les pousser à prendre des risques excessifs. [...] Mais les conséquences d'une telle faillite ont été mal évaluées, car cette décision provoque des réactions en chaîne : elle fait chuter tous les marchés financiers mondiaux, amplifie la défiance réciproque des banques et surtout pousse le numéro un de l'assurance mondiale, AIG, au bord de la faillite. En effet, plusieurs compagnies d'assurance — dont AIG — avaient vendu des Crédit Default Swaps* assurant leurs détenteurs contre le risque de défaut de paiement lié à des obligations Lehman Brothers.

Nicolas Couderc, Olivia Montel-Dumont, *« les mécanismes de la Grande Récession »,* Problèmes Économiques, hors-série n°2, 28 novembre 2012.

* Les Crédit Defaut Swaps (CDS) sont des instruments financiers permettant de s'assurer contre la faillite d'une entreprise ou d'un État. Les vendeurs de CDS s'engagent à indemniser les acheteurs en cas de défaut de paiement.

4. Les mécanismes des crises financières

4.1. Ressources numériques :

- Un **podcast** de France Culture (le Pourquoi du comment) par Laurence Scialom : Pourquoi ne voit-on pas venir des crises financières pourtant prévisibles ?
- Un **podcast** de France Culture (le Pourquoi du comment) sur les bulles spéculatives par Jézabel Couppey-Soubeyran) : « Pourquoi peut-on malheureusement toujours douter des bulles ? ».
- Un **podcast** de France Culture (le Pourquoi du comment) sur les anticipations autoréalisatrices et les comportements mimétiques, par Jézabel Couppey-Soubeyran)
- Un **podcast** de France Culture (le Pourquoi du comment) sur l'instabilité financière par Jézabel Couppey-Soubeyran) : « Pourquoi la Bourse peut-elle monter très haut et descendre très bas ? »
- Une **vidéo** de l'Institut de France (2017) : Qu'est-ce que la spéculation ?
- Un **podcast** sur les bulles spéculatives (Melchior).
- Une **fiche** de la Banque de France (avril 2015) : Bulle spéculative
- Une **fiche** de la Banque de France (décembre 2024) : Les crises bancaires
- Une **vidéo** de la Cité de l'Economie : comment se propage une crise financière ?
- Un **résumé** « Facileco » : Qu'est-ce qu'un krach ?
- Christian Chavagneux en **vidéos** : Les crises financières - La finance pour tous
- Un **podcast** de France Culture (le Pourquoi du comment) sur la panique bancaire par Jézabel Couppey-Soubeyran) : Qu'est-ce qu'une ruée bancaire ? | France Culture
- La fiche Eduscol et le cours du collège de France sur le thème au programme de spécialité SES en Terminale

4.2. Documents :

DOCUMENT : La crise financière, une triple crise

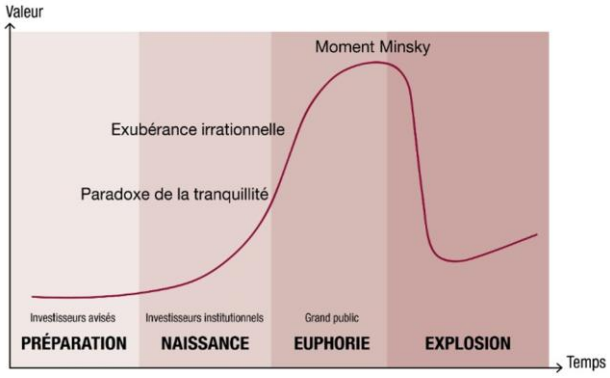
Une crise financière résulte de la combinaison d'une crise boursière (ou krach boursier), d'une crise bancaire et, la plupart du temps d'une crise de change.

Une crise boursière se traduit par un effondrement général du cours des titres sur une ou plusieurs places boursières. Cette chute de la valeur des titres s'explique par des ventes massives qui résulte d'une crise de confiance des opérateurs. La crise boursière d'octobre 1929 aux États-Unis marque le début de la crise des années 1930. Une crise bancaire est une dégradation de la situation des banques qui sont victimes d'une perte de confiance (…). Les crises bancaires peuvent se traduire par des faillites bancaires en chaîne et culminer en crise systémique (comme aux États-Unis lors de la crise de 1929)

Une crise de change se manifeste par la chute brutale du cours du change d'une ou plusieurs devises. (…) En 1987, la place de New York et d'autres places dans le monde ont été affectées par une crise boursière importante articulée à une crise de change (chute du dollar)

Source : Dictionnaire de science économique, 5ème édition, A. Beitone, A. Cazorla, E. Hemdane.

DOCUMENT : Le schéma type d'une bulle spéculative



Source : Banque de France, Bulle spéculative, Avril 2025.

DOCUMENT- Croyances collectives et conventions sur les marchés financiers

Dans une économie de marché, on attend des prix d'équilibre qu'ils permettent la coordination des choix des acteurs qui participent aux échanges. Or les marchés d'actifs concernent le futur. Ce sont des marchés qui véhiculent des échanges de promesses et d'engagements le plus souvent contractuels. Le futur est le temps des anticipations, donc des croyances sur l'avenir.

Les marchés financiers forment donc un système, une organisation par laquelle les croyances individuelles sur l'avenir interagissent pour donner lieu à une croyance collective que l'on peut appeler une convention. C'est par la médiation du marché financier que les croyances sur l'avenir influencent les actions présentes des participants au marché. Ces actions se transmettent ou non à toute l'économie.

Source : Michel Aglietta, Macroéconomie financière, 2008.

DOCUMENT- La crise d'illiquidité : *Bank run d'hier et *market run* d'aujourd'hui**

Une crise d'illiquidité débute par un mouvement de panique. À la suite du krach de 1929, les déposants se ruaient aux guichets de leur banque pour récupérer leurs dépôts. En cas de retraits massifs, l'illiquidité entraînait immanquablement la faillite. Grâce aux dispositifs de garantie des dépôts*, les clients ne paniquent plus ou presque. Désormais, ce sont les détenteurs de dettes contractées par les banques sur les marchés qui peuvent paniquer. Mais, avec le développement des services bancaires numériques, les dépôts peuvent être facilement déplacés d'un établissement à un autre, ce qui peut provoquer des crises rampantes de liquidité. Les banques américaines Silicon Valley Bank, Signature Bank, Silvergate et First Republic, qui ont fait faillite au printemps 2023, en ont fait les frais.

Source : Jézabel Couppey-Soubeyran, Parlons banque en 30 questions, 2024.

DOCUMENT - L'exemple de la Northern Rock en 2007.

Suite à l'annonce d'un concours* de la Banque d'Angleterre à la banque britannique Northern Rock et aux déclarations de sa direction, des tas de clients se sont précipités aux guichets de celle-ci.

Une banque a pour fonctions principales d'apporter des services de paiement et d'octroyer des crédits à ses clients. Pour prêter de l'argent à ses clients, elle crée de la monnaie. Ce qui signifie qu'à partir d'une quantité de monnaie dite centrale, qui correspond à des espèces et des lignes de crédit auprès de la banque centrale, elle peut mettre en circulation une certaine quantité de monnaie supplémentaire. C'est le principe du multiplicateur monétaire. Mais lorsque ses créanciers lui réclament un règlement, c'est en monnaie centrale qu'elle doit les régler. C'est ainsi par exemple que fonctionne le système de compensation. La compensation est l'opération par laquelle les banques, quotidiennement, calculent le solde des paiements réalisés entre leurs clients respectifs. Si les clients de la banque A ont payé 100€ en chèques aux clients de la banque B et que les clients de la banque B ont payé 70€ aux clients de la banque A, B réclame 100€ à A en monnaie centrale, alors que A réclame 70€ en monnaie centrale à B. La compensation consiste à faire la différence entre les deux créances. La banque A verse donc 30€ à B en monnaie centrale. Les banques doivent pouvoir aussi fournir en espèces leurs clients, en fonction de leurs dépôts. La matière première de son activité est donc la monnaie centrale. Sans elle, elle devient incapable d'assurer ses propres engagements. Quand elle rencontre des difficultés, la banque centrale peut l'aider, en lui prêtant de la monnaie centrale. Sinon, c'est la banqueroute.

C'est justement une intervention de soutien de la Banque d'Angleterre qui a effrayé les clients de la Northern Rock (NR). Parmi les clients de la NR, certains sont des épargnants. Or, c'est leur épargne qui alimente largement ses disponibilités en monnaie centrale et lui permet ainsi de prêter à ses clients. Le raisonnement de chaque client a été le suivant : j'ai un dépôt dans cette banque. Si elle ferme, je n'aurai plus rien. Le coût du retrait est assez limité (quelques minutes ou heures de queue), alors que le coût d'une faillite serait catastrophique. Certes, je ne sais pas si le risque est totalement fondé, mais je ne peux me permettre de le prendre. Je vais donc retirer mon argent. Raisonnement imparable, d'une rationalité indéniable. Le hic, c'est qu'une banque, aussi bien gérée soit-elle, n'est généralement pas en mesure d'alimenter les retraits d'argent sur la totalité des dépôts de ses clients. Dans ce cas, cette fuite des dépôts est à l'origine d'un risque de faillite devenu, pour le coup, tout à fait réel. Est-ce à dire que la banque était peu prévoyante ? Non. En temps normal, l'utilisation de la monnaie centrale par les clients est très limitée (moins de 10% environ). […]

On comprend bien que la décision rationnelle des clients de retirer leurs économies devient collectivement redoutable. Si tous sont individuellement rationnels, ils font courir un risque à l'ensemble. De supposé, le mécanisme de banqueroute devient effectif. On est dans un schéma de *prophétie auto-réalisatrice* : l'anticipation d'un événement conduit à des comportements qui valident la prophétie.

Source : Stéphane Ménia, Faire nocturne pour sauver la banque, Éconoclaste, 17/09/2007.

* Un concours désigne un financement, ici. Les banques refusant de lui prêter sur le marché monétaire, la Northern Rock a demandé le 13 septembre 2007 des liquidités auprès de la Banque d'Angleterre, la banque centrale du Royaume-Uni.

DOCUMENT : auto-référence et anticipations rationnelles

En matière de spéculation, l'hypothèse d'anticipations rationnelles a conduit à montrer que, contrairement aux idées antérieures, il n'y a pas d'antagonismes entre l'existence de bulles spéculatives et le fait que les comportements soient rationnels. On parle, dans une telle situation, de bulles rationnelles. La notion d'autoréférence fournit une bonne description des analyses menées dans la Théorie Générale sur le fonctionnement des marchés financiers. Elle exprime la tendance de ces marchés à se clore sur eux-mêmes,
à s'autonomiser par rapport aux contraintes objectives que véhicule leur environnement. Cette situation se réalise au travers de l'émergence de bulles spéculatives auto-validantes.

La notion d'autoréférence fournit, en outre, une image originale du lien social marchand, dans la mesure où elle accorde un rôle important aux représentations individuelles des agents. Cette conception devrait être développée. Elle conduit à prendre en compte des formes d'organisation, d'interdépendance qui ne se réduisent pas au contrat privé. Ce sont alors les notions de convention, d'institution, de représentations collectives qui pourraient être explicitées.

Orléan André. L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation. In: Cahiers d'économie politique, n°14-15, 1988. La Théorie Générale de John Maynard Keynes : un cinquantenaire. pp. 229-242.

DOCUMENT : la mécanique des crises financières

Dans son histoire minutieuse des crises financières, le grand historien Charles Kindleberger (1996) a bien montré la récurrence des cycles financiers. Ils n'ont pas de régularité précise, ni dans leur périodicité, ni dans leur amplitude, mais ils ont une cohérence du fait de l'enchaînement de cinq phases.

L'essor. Cette phase suit une récession ou au mieux un ralentissement conjoncturel. La croissance alimentée par l'investissement réel est robuste. Celui-ci est financé par l'expansion du crédit qui reste en ligne avec la progression des revenus. Cette progression crée des anticipations optimistes qui entraînent la hausse des prix d'actifs.

L'euphorie. Elle est caractérisée par le processus circulaire de l'emballement du crédit par rapport aux revenus et de l'accélération de la hausse des prix des actifs. Ce phénomène se transmet entre les pays si les mouvements de capitaux sont libres. Il aboutit au surendettement par rapport au service de la dette et à la sous-évaluation concomitante du risque.

Le paroxysme et le retournement. Les fragilités s'insinuent dans les bilans au fur et à mesure que les leviers d'endettement s'accroissent et ne se soutiennent plus que par la hausse spéculative des valeurs prises pour garantie. À l'approche du pic, le processus devient vulnérable à un événement catalytique fortuit qui retourne les anticipations à une date imprévisible.

Le reflux et l'instauration du pessimisme. Les deux forces qui entraînent la finance dans la crise sont l'obsession de la liquidité chez les agents endettés et la montée de l'aversion pour le risque des pourvoyeurs de liquidités. Si le stress atteint les banques, un étranglement de l'offre de crédit (*credit crunch*) est probable.

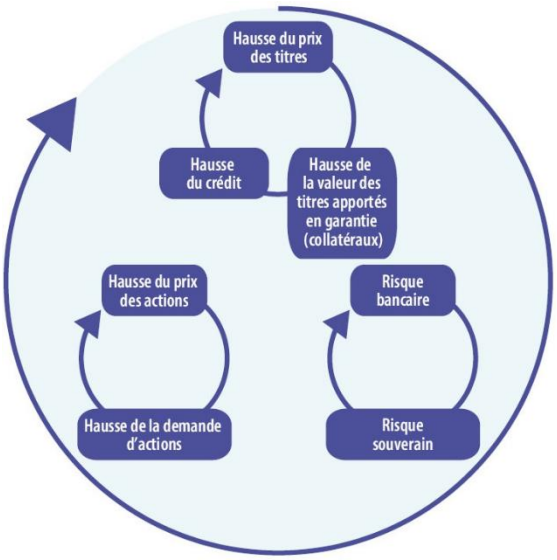
La déflation de la dette et la restructuration des bilans. Le désendettement est l'enjeu de cette phase. Mais il est rendu difficile par la baisse rapide de la valeur des collatéraux qui laisse des pertes plus ou moins grandes. Leur ampleur, la rapidité et la pertinence des réponses des autorités publiques déterminent la durée de la crise. Les pertes sont d'autant plus difficiles à absorber que la contraction de la dépense privée rogne les revenus nécessaires pour couvrir les pertes du fait du désendettement. C'est pourquoi les faillites parsèment la remise en ordre des bilans.

Source : Michel Aglietta et Sandra Rigot, Crise et rénovation de la finance, 2009

DOCUMENT - Qu'est-ce que le risque systémique ?

C'est un risque de dysfonctionnement global du secteur bancaire et/ou financier qui se manifeste par des faillites en chaîne. Il peut provenir d'effets de contagion qui transforment une difficulté locale – touchant une banque, un segment de marché dans un pays donné, une devise,… – en difficulté globale, étendue à l'ensemble du secteur bancaire, à plusieurs marchés ou pays. Dans un espace financier mondialisé, les interconnexions de plus en plus fortes entre ses acteurs favorisent cette propagation. La mèche peut être allumée par un choc extérieur au secteur comme un tremblement de terre qui, en détruisant des capacités de production, fait chuter les valeurs boursières d'un pays. Le système financier peut aussi s'enflammer de lui-même. Ainsi, lorsqu'une vague d'optimisme touche un domaine d'activité, le prix des actions des entreprises de ce secteur grimpe. Comme tout le monde pense que l'augmentation va se poursuivre, chacun achète ces titres et une « bulle » se forme. Cette hausse fournit des garanties aux emprunteurs qui s'endettent alors davantage et achètent plus d'actions. Les prix grimpent encore et l'emballement s'auto-entretient jusqu'à l'explosion. Au-delà d'un « effet domino », le chemin du risque systémique décrit des boucles qui s'auto-alimentent.

Les représentations du risque systémique : des cercles vicieux plus qu'un simple effet domino



Source : Jézabel Couppey-Soubeyran, Parlons banque en 30 questions, 2024.

DOCUMENT - « Too big to fail »

Le 15 septembre 2008, Lehman Brothers, alors quatrième banque d'investissement* des États-Unis par ordre d'importance, déposait le bilan. Le système financier mondial fut dès lors secoué par une tempête, qui surprit tous les observateurs des marchés par sa violence et son ampleur. [...] La crise financière nous a brusquement rappelé que le système bancaire n'était pas assez résistant aux intempéries. Elle a aussi clairement montré que des risques particuliers proviennent des grands établissements qui présentent de fortes interdépendances. Du fait de leur taille et de la position qu'ils occupent sur le marché, ces établissements ne peuvent pas se retirer en cas de crise sans provoquer de graves remous dans le système bancaire et dans l'économie réelle ; dans le jargon des économistes, on dit qu'ils revêtent une « importance systémique ». [...]

En cas de crise, une banque d'importance systémique peut compter sur un sauvetage, du fait des coûts élevés qu'impliquerait une défaillance pour l'économie réelle. On peut donc dire que les établissements concernés bénéficient d'une garantie implicite de l'État, dont les conséquences sont d'une portée considérable. [...] Les créanciers sont moins incités, en raison de la garantie de l'État, à veiller à ce que la banque ne prenne pas de risques excessifs. En effet, si tout se passe bien, ils profiteront d'une rémunération quasiment « sans risques ». En revanche, si quelque chose se passe mal, l'État doit intervenir et les créanciers ne seront pas tenus d'assumer d'éventuelles pertes. Le simple fait de supposer qu'une banque soit « too *big to fail* » peut ainsi devenir une prophétie auto-réalisatrice.

Fritz Zurbrügg, « Le système bancaire suisse dix ans après la tempête : quelle est sa capacité de résistance ?», Banque Nationale Suisse, 6 septembre 2018.

* Banque dont l'activité consiste essentiellement à acheter et vendre des titres sur les marchés financiers.

DOCUMENT : Endettement, surendettement et déflation par la dette (Fischer)

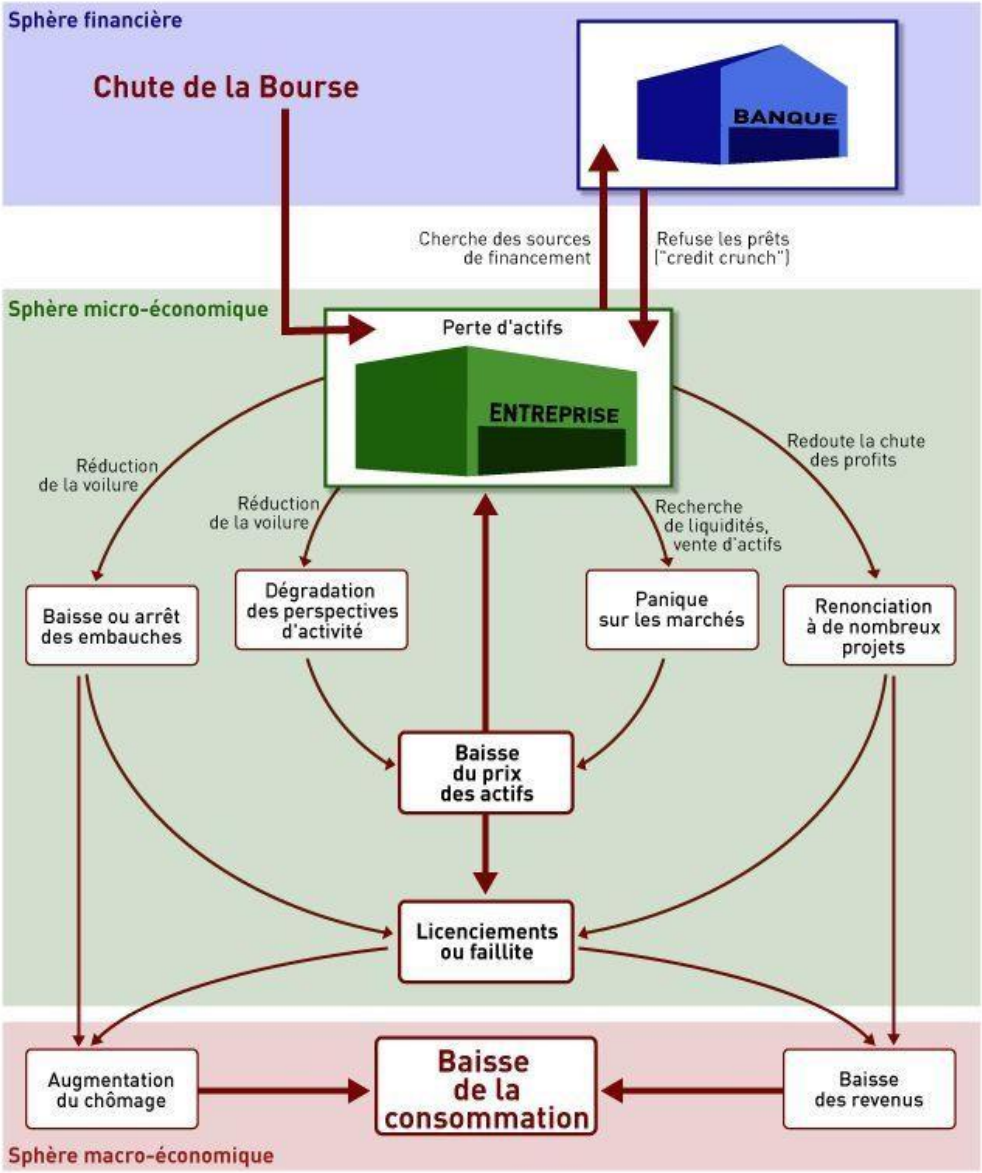
Selon Irving Fisher, le cycle débute avec une innovation qui ouvre des perspectives nouvelles et importantes de profits. Cette rentabilité espérée incite les investisseurs à s'engager dans cette voie et implique un endettement de leur part. Ce dernier permet aux pionniers de dégager des bénéfices qui nourrissent convoitise et optimisme. Cet optimisme amène de nouveaux investisseurs et le niveau global de l'endettement croît. Les effets de levier incitent les acteurs à s'endetter davantage tant que les résultats sont au rendez-vous. [...]

Keynes part du constat que l'environnement économique est souvent fondamentalement incertain. Dans son article de 1937, il expose clairement son point de vue : " *Il me faut expliquer que par l'expression de connaissance "incertaine", mon intention n'est pas simplement de distinguer ce qui est su avec certitude de ce qui est seulement probable.* [...] *J'utilise le terme dans le sens où* [...] *il n'y a pas de fondement scientifique sur lequel on puisse formuler quelque calcul de probabilité que ce soit* " [Keynes, 1937, p. 113-114]. Aussi conclut-il qu'en ce qui concerne l'apparition et la portée de certains événements futurs, la seule chose que l'on puisse dire est que " *tout simplement, nous ne savons pas* " [*ibid.*]. [...] Dans un tel contexte, les actions entreprises reposent sur des décisions subjectives dont la fiabilité peut se révéler fragile. On comprend ainsi que les agents cherchent à améliorer leurs performances en se référant à l'opinion commune et en adoptant un comportement mimétique. Le comportement moutonnier des investisseurs entretient le mouvement de hausse. Celui-ci se poursuit et s'amplifie, ce qui peut conduire à un excès d'optimisme entretenu par la réalisation des anticipations de profit, eux-mêmes liés à la hausse des prix des actifs entretenue par les achats du plus grand nombre. L'optimisme se transforme peu à peu en un optimisme excessif dans le même temps que le surendettement remplace l'endettement.

[…] Les conséquences de l'éclatement de la bulle sont clairement identifiées par Fisher. Le nécessaire désendettement implique de liquider ses positions. La convention se retourne brutalement et on assiste à un mouvement collectif de vente. Celui-ci est évidemment la cause de la chute du prix des actifs. Si la valeur des actifs chute, la garantie qu'elle constitue voit sa valeur diminuer d'autant et le poids de la dette dans les bilans augmente. Les entreprises qui doivent dégager des liquidités acceptent de baisser leur prix de vente. La baisse du prix des actifs s'accompagne ainsi d'une baisse du prix des biens. Les marges diminuent et les entreprises réduisent leur production. Le chômage augmente et la richesse se contracte. Pour faire face à cette diminution de la demande conséquente à la hausse du chômage et à la baisse des revenus, les entreprises poursuivent la baisse des prix. La baisse du prix des actifs est entretenue par les ventes en catastrophe. […] C'est en effet la volonté de se désendetter qui est à l'origine de la déflation, elle-même à l'origine du gonflement de la dette réelle. Les efforts pour réduire l'endettement conduisent finalement à l'accroître. […].

Christine Sinapi, Pierre Piégay, Ludovic Desmedt , « L'analyse des crises : Minsky, après Fisher et Keynes », L'Économie politique 2010/4 (n° 48), pages 85 à 104.

DOCUMENT - Le mécanisme de propagation d'une crise financière



Source : Le Monde le 13/10/2008.

5. A l'aube d'une nouvelle crise financière ?

5.1. Ressources numériques

- Un **podcast** France Culture, 15/11/2025 : entretien avec Yamina Tadjeddine, économiste, Intelligence artificielle : une bulle financière prête à éclater ?
- **Rapport sur la stabilité financière** - Juin 2026 | Banque de France
- Une **vidéo** de la Banque de France : Intermédiation financière non bancaire (ou shadow banking)
- Un **podcast** de France Culture (le Pourquoi du comment) par Jézabel Couppey-Soubeyran) : "Le shadow banking" : la face cachée des banques ?
- Un **article** de Jérôme Deyris, Les risques financiers climatiques, Chaire Economie du climat, Université Paris-Dauphine, n° 61, octobre 2019.
- Un **résumé** (La finance pour tous) : « IA : y-a-t-il une bulle de l'intelligence artificielle ? , 12/2025

5.2. Documents

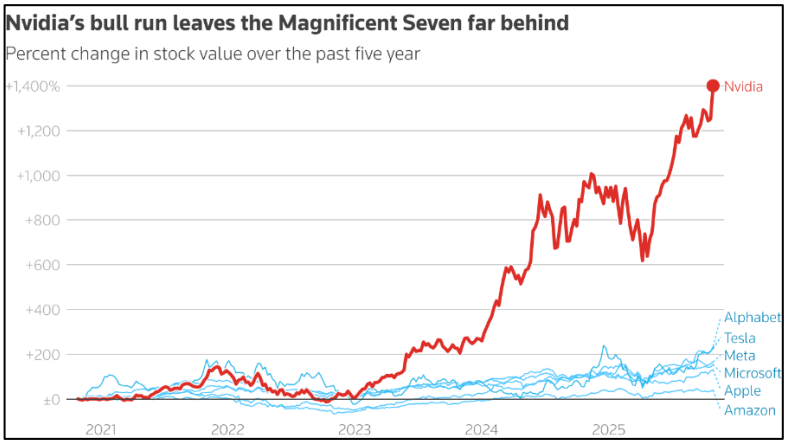
DOCUMENT : Les investissements massifs dans l'IA aux Etats-Unis

L'IA se développe très vite et devrait être imbriquée rapidement dans les systèmes d'information qu'il sera impossible de penser indépendamment d'elle. À terme, la totalité du travail effectué par un service informatique impliquera l'utilisation de l'IA, alors qu'actuellement 81 % des tâches sont encore réalisées sans y recourir. Les investissements sont massifs : ils devraient dépasser les 2 000 milliards en 2026. Après une explosion des investissements des *hyperscalers* dans les *datacenters* et les processeurs graphiques (GPU), la dynamique se déplace vers les logiciels et les services d'entreprise. Les investissements des *hyperscalers* dans les centres de données ont augmenté de 70% en 2025 à près de 400 milliards de dollars. Au total, les prévisions tablent sur 4 000 milliards d'ici à 2030.

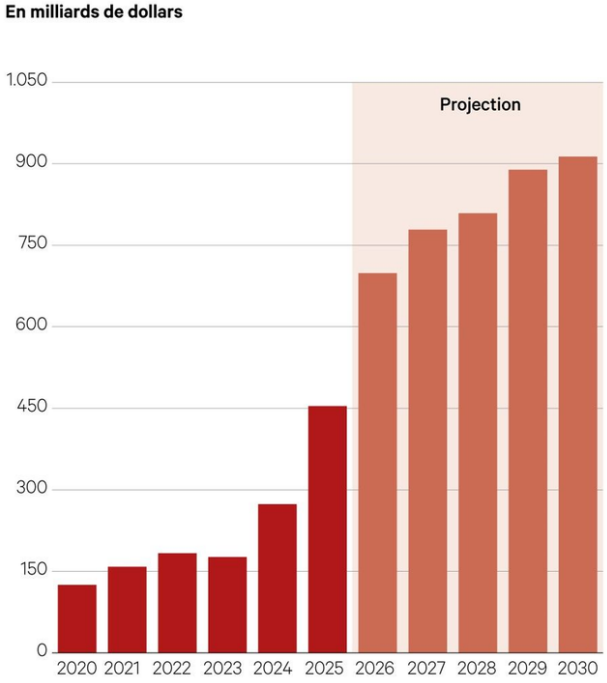
Ces investissements colossaux stimulent le taux de croissance américain. Avec l'annonce de la guerre commerciale au mois d'avril 2025, des risques de récession sont apparus aux États-Unis. La hausse des droits de douane devait peser lourdement sur la croissance. Pourtant, grâce aux investissements massifs dans l'IA, l'économie américaine ne s'est pas effondrée. En 2025, la croissance atteint 2,1 %, dont près des deux tiers sont directement liés à l'investissement en intelligence artificielle. Il existe donc bien une forme de bulle financière de l'IA, qui a permis de compenser la perte de croissance provoquée par la hausse des droits de douane.

Source : Anne-Sophie Alsif, Le Cercle des Economistes, Face aux incertitudes de l'IA, y a-t-il un risque de bulle financière ?, 4 février 2026

DOCUMENT : Evolution du cours des actions de Nvidia



DOCUMENT : L'investissement des 9 principales entreprises de l'IA



Source : Les Echos, « La course à l'IA va changer la donne sur le marché de la dette mondiale », 5 mars 2026

DOCUMENT : IA : y-a-t-il une bulle de l'intelligence artificielle ?

Le propre d'une bulle, c'est qu'elle est extrêmement difficile, voire impossible, à identifier avec certitude avant qu'elle n'éclate. En effet, si la présence d'une bulle était évidente pour tous, les investisseurs vendraient immédiatement l'actif, provoquant une correction instantanée des prix. L'incertitude est donc inhérente au concept de bulle.

Dans le cas de l'intelligence artificielle, la difficulté de détection est accrue par la promesse de gains de productivité bien réels. Contrairement à des bulles « pures », comme la spéculation sur les tulipes au XVIIe siècle, l'IA repose sur une technologie qui a le potentiel de transformer les méthodes de production, la santé, ou encore les services.

Les investisseurs doivent donc trancher entre deux scénarios :

- soit les valorisations actuelles anticipent correctement des profits futurs gigantesques,

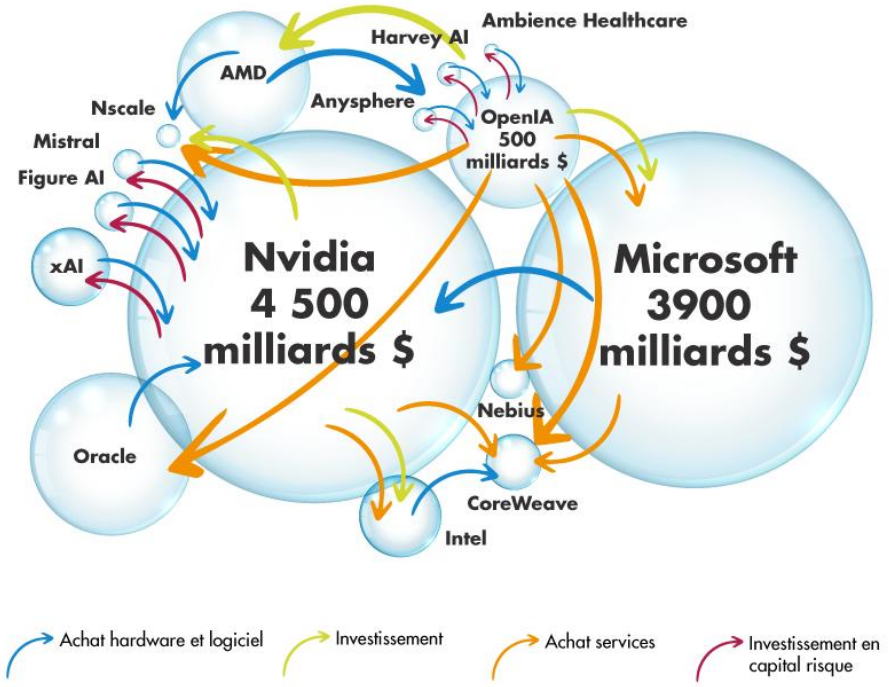
- soit elles ne sont que le reflet d'un engouement passager financé par un excès de liquidités.

Un nouveau phénomène inquiétant dans la sphère IA commence cependant à alarmer certains observateurs : la circularité des investissements. On observe aujourd'hui que certaines grandes entreprises technologiques (Open AI, Oracle, Mistral) ou fabricants de puces (Nvidia en particulier) investissent massivement dans des start-ups d'IA. Or, ces mêmes start-ups utilisent une grande partie de ces fonds pour… acheter les puces ou les services de ces mêmes investisseurs. Ce mécanisme crée une boucle de revenus qui peut sembler vertueuse à court terme, mais qui risque de fausser la perception de la demande réelle. Le chiffre d'affaires des fournisseurs d'infrastructures est ainsi gonflé par leur propre argent injecté dans l'écosystème. Cette interconnexion financière complexe rappelle, dans une moindre mesure, certaines structures fragiles observées lors de crises passées, où la croissance reposait sur un effet de levier et des participations croisées plutôt que sur une demande finale organique. Il est donc tout à fait possible qu'une partie des investissements et des valorisations en cours dans la sphère IA soient insoutenables.

Cependant, une hypothèse optimiste et régulièrement défendue est celle d'une « bulle schumpétérienne ». Joseph Schumpeter décrivait comment les innovations majeures s'accompagnent de vagues de « destruction créatrice ». Dans cette optique, l'afflux massif de capitaux conduit à des excès et à la disparition de nombreux acteurs, mais reste nécessaire pour financer l'infrastructure technologique de demain. C'est ce qui s'est passé avec le chemin de fer ou Internet : des investissements massifs ont eu lieu, la bulle a éclaté, les investisseurs ont perdu de l'argent, mais les infrastructures sont restées et ont profité à toute l'économie.

Source : La finance pour tous, IA : y-a-t-il une bulle de l'intelligence artificielle ? , 12/2025

DOCUMENT : Le circuit de financement de Nvidia et d'Open AI

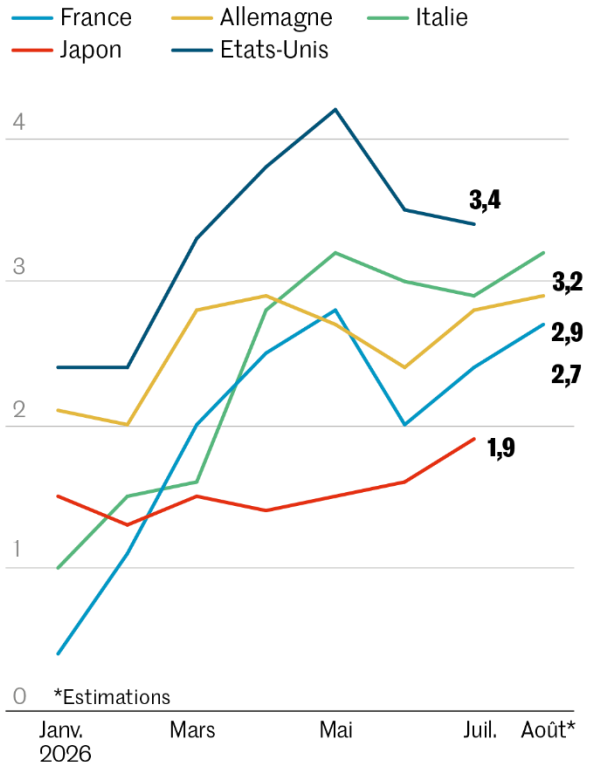


Source : La finance pour tous « IA : y-a-t-il une bulle de l'intelligence artificielle ? , décembre 2025

DOCUMENT :

L'inflation s'accentue dans les pays développés

Evolution de l'inflation par pays,
en %, par mois

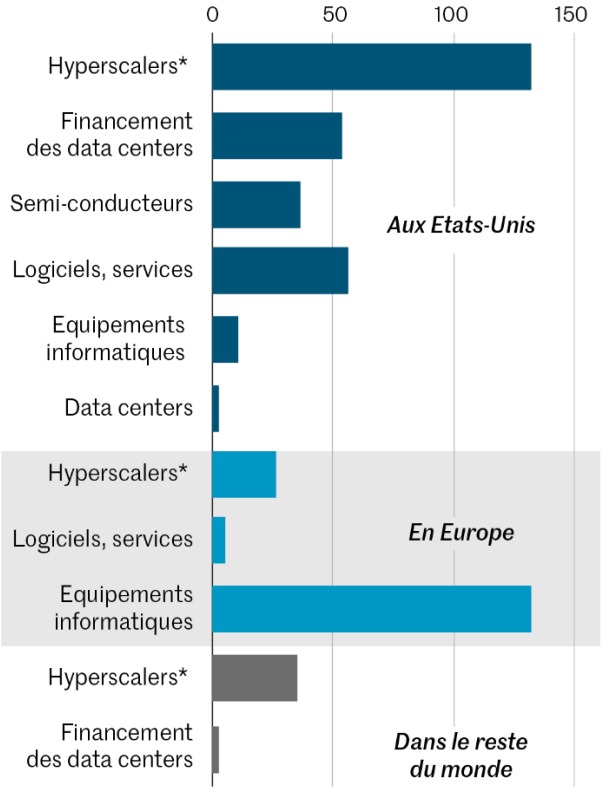


Sources : Eurostat ; Bureau of Labor Statistics ; Ministry of Internal Affairs and Communications

Infographie *Le Monde*

Les entreprises d'intelligence artificielle concurrencent les pays pour lever de la dette

Emissions brutes de dette liées à l'IA,
en milliards de dollars



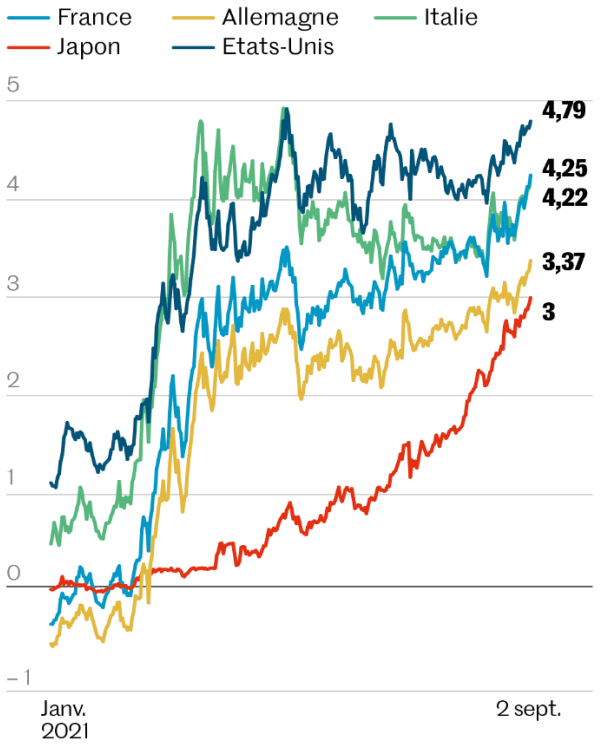
*Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta et Oracle

Sources : Goldman Sachs

Infographie *Le Monde*

Les taux d'intérêt augmentent partout dans le monde

Evolution des taux d'intérêt souverains à 10 ans,
en % (taux hebdomadaire)

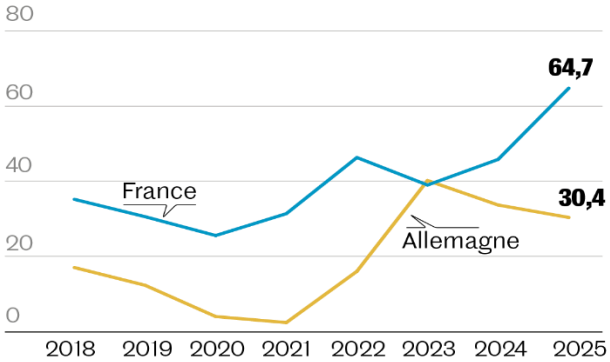


Source : Investing.com

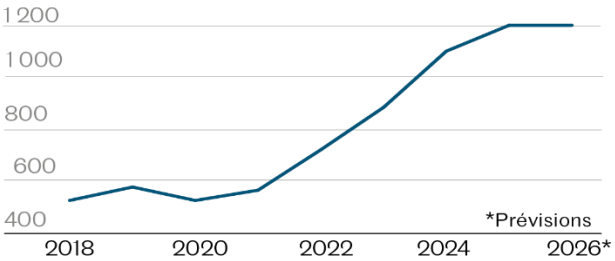
Infographie *Le Monde*

La charge de la dette représente un fardeau budgétaire pour la France

Evolution de la charge de la dette pour les Etats français et allemand, en milliards d'euros



Evolution de la charge de la dette américaine,
en milliards de dollars



Sources : Vie publique ; Agence de la dette allemande ; Trésor américain

Source : Le Monde, [Pourquoi les Etats doivent-ils payer toujours plus cher pour s'endetter](), 03/09/2026

DOCUMENT :

Qu'il est loin le temps où les grandes puissances occidentales pouvaient s'endetter à prix faible, voire négatif. […] Face au regain de tensions au Moyen-Orient et en Ukraine, qui fait grimper les prix de l'énergie, les prévisions et l'appétit des investisseurs pour la dette souveraine ont changé. Conséquence : les taux d'intérêt montent en flèche. Une hausse particulièrement malvenue pour la France, qui doit encore émettre, jeudi 3 septembre, entre 11,50 et 13,45 milliards d'euros de titres à long terme. Les grandes puissances mondiales doivent payer de plus en plus cher pour emprunter sur les marchés. La montée de leurs taux d'intérêt s'est encore accrue mercredi 2 septembre. Certains pays n'avaient jamais connu pareille pression depuis la crise financière de 2008. C'est le cas de la France, qui supporte un coût proche de 4,25 % pour emprunter à dix ans, mais aussi du Royaume-Uni (5,26 %). Même l'Allemagne, considérée comme le bon élève budgétaire de la zone euro, voyait son taux d'emprunt s'envoler à 3,38 % mercredi, au plus haut depuis 2011. Le Japon n'a jamais payé aussi cher depuis trente ans pour emprunter sur dix ans. […]

La fébrilité est telle que la moindre annonce est sanctionnée par les marchés. Mercredi matin, le simple fait que le ministère de l'économie évalue l'impact de la canicule sur la croissance française à 0,1 point de produit intérieur brut a suffi à faire bondir sa prime de risque de 0,02 point de pourcentage en quelques minutes.

La hausse des taux relève d'une multitude de facteurs, au premier rang desquels l'inflation, qui s'accélère avec la reprise des hostilités entre les Etats-Unis et l'Iran et la flambée des cours du pétrole et du gaz. […] Ce mouvement encourage l'ensemble des banques centrales à durcir leur politique monétaire. La Banque centrale européenne a ainsi toutes les chances de relever son principal taux directeur le 10 septembre. La fermeté est aussi de mise aux Etats-Unis […]. Le relèvement des taux directeurs entraînant automatiquement une hausse des taux longs, les marchés ont tendance à anticiper les annonces des prochaines semaines. En augmentant le prix de l'argent, les investisseurs expriment aussi leur défiance face à la trajectoire budgétaire que suivent les Etats-Unis et plusieurs pays d'Europe. […]

La pression des marchés est d'autant plus forte que les Etats emprunteurs doivent affronter la concurrence féroce des grandes entreprises technologiques (SpaceX, Meta, Google, Anthropic, etc.) pour lever de la dette. Celles-ci investissent des centaines de milliards de dollars dans l'intelligence artificielle, et recourent de manière croissante au crédit pour financer leurs projets. Les géants de la tech ont déjà emprunté presque 500 milliards de dollars cette année, révélait la banque Goldman Sachs dans une note publiée le 21 juillet.

A force de s'endetter, les pays prennent le risque d'être étranglés par leurs créanciers. Le remboursement de la dette représente une charge de plus en plus importante pour l'Etat français et limite sa capacité à investir. En 2025, la charge de la dette, c'est-à-dire le paiement des seuls intérêts, a augmenté de plus de 11 % pour atteindre 64,7 milliards d'euros. Elle pourrait approcher les 100 milliards d'euros à l'horizon 2030, le triple de ce qu'elle était au début des années 2020, alertait la Cour des comptes le 25 juin. En 2027, le service de la dette est appelé à devenir le premier poste de dépense de l'Etat, devant l'éducation nationale. Une première dans l'histoire de la Ve République, et le symbole d'un pays qui solde les erreurs du passé au lieu de préparer l'avenir.

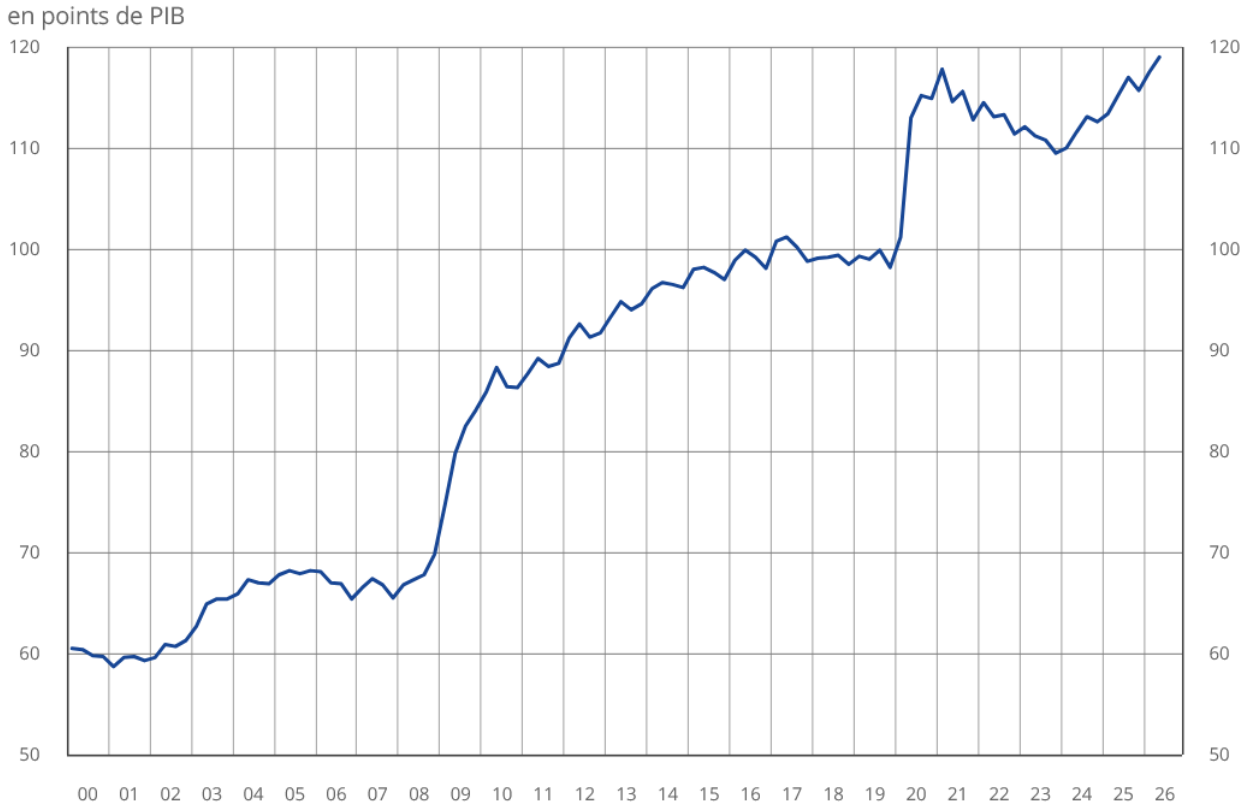
Source : Le Monde, Pourquoi les Etats doivent-ils payer toujours plus cher pour s'endetter, 03/09/2026

DOCUMENT :

Pour répondre à la crise géopolitique, les marges budgétaires de la France apparaissent étroites, à l'instar de celles de la plupart des autres économies avancées. À l'échelle mondiale, la dette publique a atteint un niveau record depuis la Seconde Guerre mondiale, à 94 % du produit intérieur brut (PIB) en 2025, et devrait dépasser les 100 % d'ici 2029 selon le Fonds monétaire international (FMI). Dans ce contexte, les marchés réagissent plus fortement à l'actualité budgétaire, tandis que les taux évoluent à des niveaux bien plus élevés qu'en début d'année 2026, en raison de la résurgence des pressions inflationnistes (cf. graphique 1.7). Les besoins élevés de financement pour répondre aux enjeux géopolitiques, aux évolutions démographiques et aux nécessaires transitions écologiques et numériques se heurtent aux perspectives modérées de croissance et aux risques à la baisse qui les entourent. En France, le déficit public s'est établi à 5,1 % du PIB en 2025, un niveau qui ne permet pas encore de stabiliser le ratio d'endettement. Selon les projections de juin de la Banque de France, après une amélioration notable en 2025, le déficit public se creuserait légèrement en 2026 en l'absence de mesures additionnelles. Sous les hypothèses budgétaires retenues à titre conventionnel, il ne se réduirait que de manière limitée en fin d'horizon de projection. Le ratio d'endettement public continuerait de croître vers 122 % du PIB fin 2028 et de diverger par rapport à la moyenne de la zone euro. Les marchés sont très attentifs au maintien d'une cible de 3 % de déficit à l'horizon 2029.

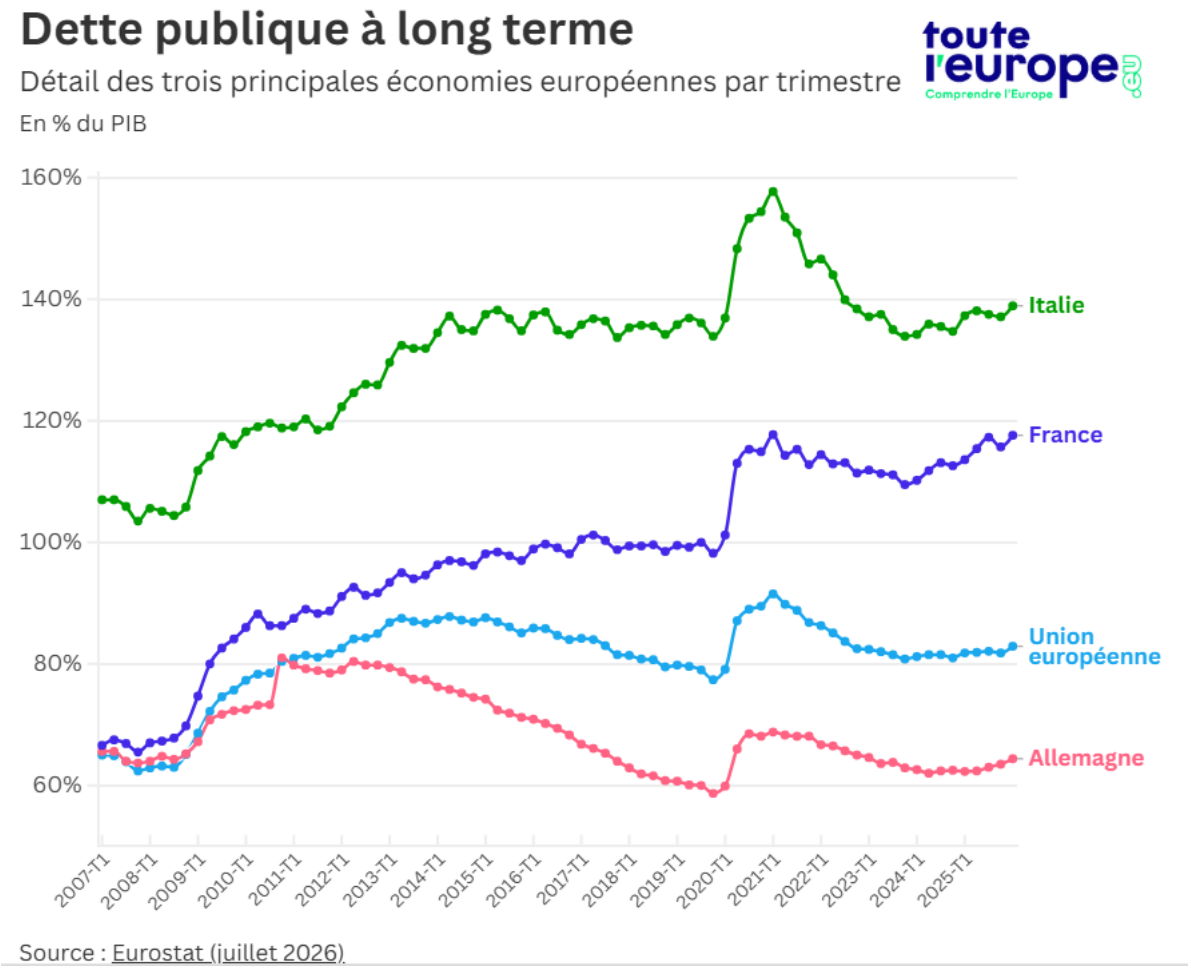
Banque de France, Rapport sur la stabilité financière - Juin 2026

DOCUMENT : Dette des administrations publiques



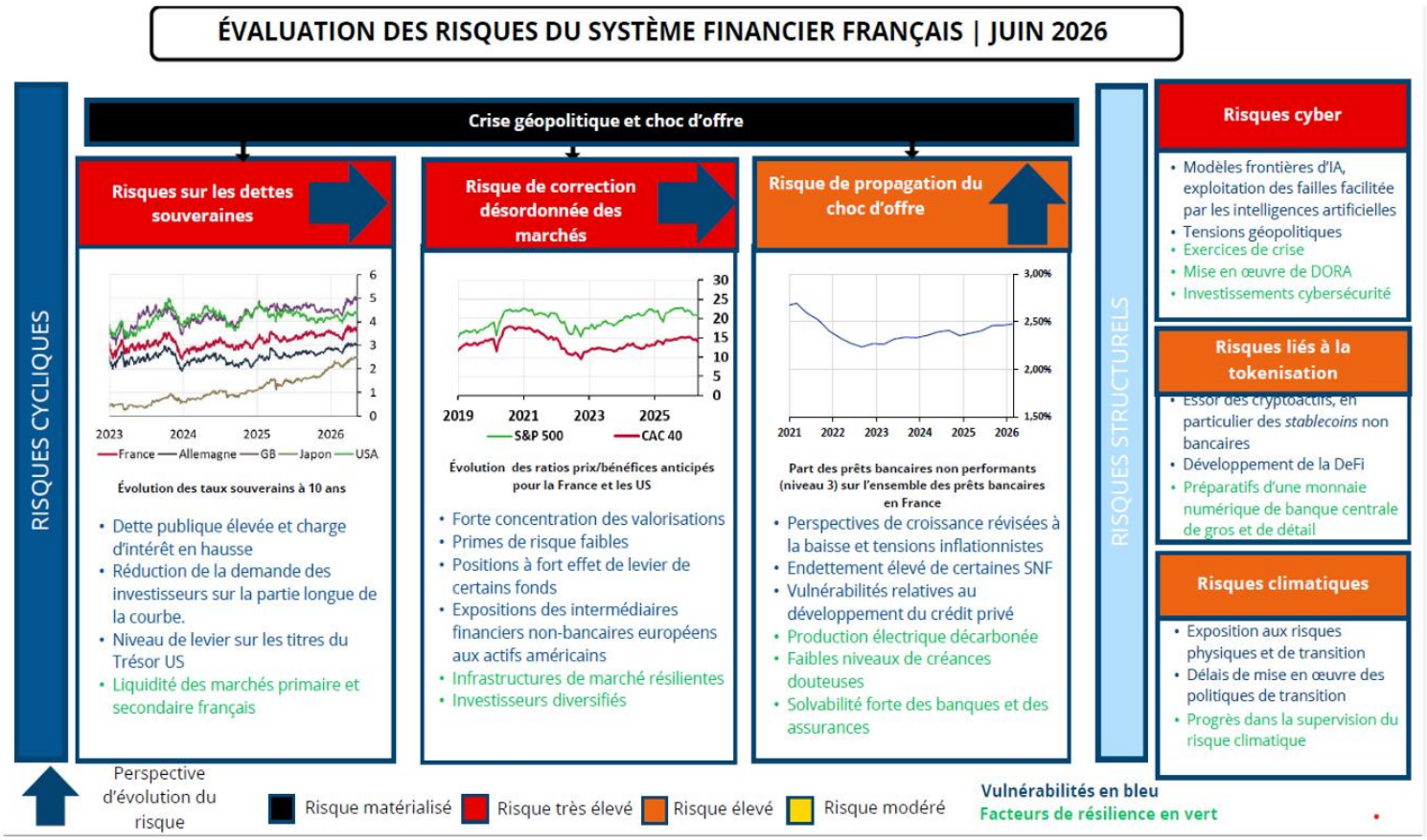
Source : INSEE

DOCUMENT :



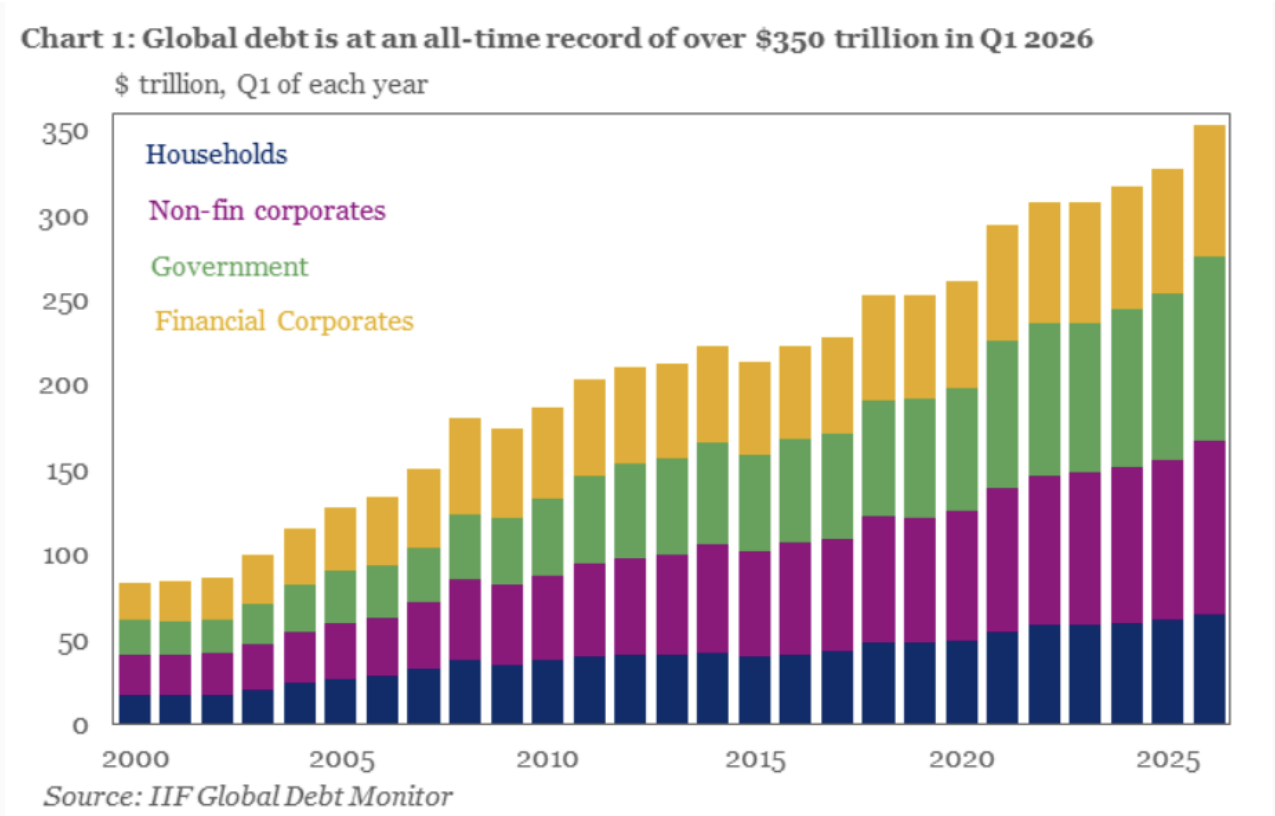
Source : Dette publique : où se situe la France par rapport aux autres pays européens ? - Touteleurope.eu

DOCUMENT :



Source : Banque de France, Rapport sur la stabilité financière - Juin 2026

DOCUMENT : Niveau de la dette mondiale globale



Source : Institut de la Finance Internationale, 5 août 2026

DOCUMENT : Deux décennies de dette mondiale (2005-2025)

La dette mondiale est devenue l'un des enjeux macro-financiers déterminants de notre époque. Il façonne la capacité des gouvernements à répondre aux chocs, aux entreprises à investir, aux ménages à accumuler du patrimoine et à gérer les coûts de la vie, et aux marchés aux risques de prix. Lorsqu'elle est utilisée de manière productive, la dette soutient la croissance, le développement, la formation de capitaux, les infrastructures, l'innovation et le bon fonctionnement du système financier mondial. Mais lorsque la dette augmente plus rapidement que le PIB, le revenu ou la productivité – ou si elle n'est pas ancrée par la crédibilité de la politique – elle peut devenir une source de vulnérabilité. À leur tour, les vulnérabilités liées à la dette peuvent amplifier les chocs, limiter l'espace budgétaire et augmenter la volatilité entre les flux de capitaux, les spreads de crédit, les devises et les prix des actifs […]

La dette mondiale totale – y compris les titres de créance, les prêts, les devises et les dépôts dans les principaux secteurs – a dépassé $350 billions au début de 2026, soit environ 305% du PIB mondial. Cela se compare à environ $130 billions, soit 240% du PIB, en 2005. En termes nominaux, l'encours de la dette mondiale a plus que doublé sur deux décennies.

Ce passage à un monde à dette supérieure n'a pas été linéaire. Il s'est déroulé à travers trois larges vagues d'emprunts: la période autour de la crise financière mondiale, le cycle de pandémie de COVID-19, et la phase plus récente d'expansion budgétaire et de besoins structurels d'investissement. Ensemble, ces épisodes ont remodelé non seulement la taille de la dette mondiale, mais aussi sa composition.

L'un des changements les plus importants au cours des deux dernières décennies a été le déploiement croissant de la dette publique. Entre 2005 et 2026, la part du gouvernement dans la dette mondiale totale est passée de moins de 25% à plus de 30% et continue d'augmenter. Sur la même période, la part de la dette du secteur financier a diminué d'une marge similaire. Cela marque un changement structurel dans l'univers de la dette mondiale, avec plus de risques sur les bilans souverains et moins dans les institutions financières qu'avant la crise financière mondiale.

La première vague d'accumulation de la dette est apparue autour de la crise financière mondiale et de la crise de la dette de la zone euro. À l'approche de la crise financière de 2008, la dette du secteur privé a fortement augmenté, en particulier entre les institutions financières et les ménages. La crise de 2008-2009, conjuguée à la crise de la dette de la zone euro qui a suivi et à la réglementation renforcée qui a suivi, a entraîné un désendettement substantiel dans le secteur financier sur les marchés matures. Cet effacement s'est accompagné d'une période prolongée de taux d'intérêt quasi nuls, qui a permis aux gouvernements – en particulier les marchés matures – d'augmenter les emprunts et les dépenses. Cependant, le même environnement à faible taux a également coïncidé avec une forte accumulation de dette sur de nombreux marchés émergents, où les emprunts d'entreprises ont augmenté rapidement (notamment en Chine). Le résultat a été un changement important dans le paysage de la dette mondiale : la dette du secteur financier a diminué en partie de la dette totale, tandis que la dette publique dans l'ensemble et la dette des entreprises sur les marchés émergents sont devenues des sources de vulnérabilité de plus en plus importantes.

La deuxième vague d'accumulation de la dette est survenue pendant la pandémie de COVID-19. Alors que les gouvernements réagissent à la pandémie avec des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes, la dette mondiale a fortement augmenté alors que les gouvernements, les entreprises et les ménages ont emprunté pour amortir le choc économique. […]

Plutôt qu'une réponse à une politique accommodante et à des taux ultra-faibles, la troisième vague actuelle est plus un supercycle structurel motivé par l'augmentation des dépenses en soins de santé, en énergie, en intelligence artificielle, en infrastructure numérique et en défense – que nous avons appelé un supercycle « HEAD ». Contrairement aux vagues précédentes d'accumulation de la dette qui ont été largement influencées par la réponse aux crises et les conditions financières, cette phase est motivée par des besoins de dépenses structurelles persistants et des priorités d'investissement stratégiques. Les gouvernements sont confrontés à des pressions croissantes sur les dépenses liées aux soins de santé et au vieillissement des populations, à la sécurité énergétique et à la défense, tandis que les secteurs public et privé investissent massivement dans l'intelligence artificielle, l'infrastructure numérique, les centres de données, la transition énergétique et la résilience de la chaîne d'approvisionnement. En outre, tout cela se déroule dans un environnement de taux d'intérêt plus élevé avec des niveaux plus élevés de service de la dette – et ces facteurs structurels augmentent eux-mêmes une pression à la hausse sur les taux.

Source : Institut de la Finance Internationale, Réflexions sur deux décennies de dette mondiale, 5 août 2026

6. Régulation financière et rôle de la Banque Centrale

6.1. Ressources numériques :

- **Une vidéo** proposée par la Banque de France : Qu'est-ce que la stabilité financière ?
- Une **fiche** proposée par la Banque de France : « La stabilité financière », Mars 2025.
- Un **podcast** de France Culture (« Le pourquoi du comment ») par Jézabel Couppey-Soubeyran : Comment les banques sont-elles réglementées ?
- Un **podcast** de France Culture (« Le pourquoi du comment ») par Jézabel Couppey-Soubeyran : Comment les banques parlent-elles des réformes réglementaires ?
- Un **podcast** de France Culture (« Le pourquoi du comment ») par Jézabel Couppey-Soubeyran : L'Union bancaire : pourquoi, comment ?
- Une **publication** de la Banque de France : L'Union bancaire : supervision des banques et résolution des crises bancaires dans l'UE, décembre 2024
- Une **publication** d'Emmanuel Carré, Jézabel Couppey-Soubeyran, Clément Fontan, Pierre Monnin, Dominique Plihon, Michael Vincent « Mettre la réglementation bancaire au service de la transition écologique », Note de l'Institut Veblen, juin 2022.
- Un **podcast** de France Culture (« Le pourquoi du comment ») par Jézabel Couppey-Soubeyran : Le " Quantitative Easing " : pourquoi, pour qui ?
- Un **podcast** de France Culture (« Le pourquoi du comment ») par Jézabel Couppey-Soubeyran : Qu'est-ce que la monnaie hélicoptère ?
- La mise en œuvre des politiques macroprudentielles dans l'Union européenne par Raphaël Cardot-Martin, Fabien Labondance, publié le 16/04/2021
- Crises et régulation du système financier par Patrick Artus, publié le 01/07/2020
- Une note de l'Institut Veblen, « La monnaie hélicoptère contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire », par Jézabel Couppey-Soubeyran, avril 2020
- Un **débat** avec J. Couppey Soubeyran et N. Valla : La France peut-elle échapper à sa dette ? , 7/09/2026

6.2. Documents

DOCUMENT : l'aléa moral

« Pile les banques gagnent, face la collectivité perd » ! Cette expression résume bien le problème d'aléa moral qui affecte le système financier. Les banques engrangent en effet beaucoup de profit lorsque tout va bien et font supporter à la collectivité le coût de leurs difficultés quand la situation se dégrade.

En effet, lorsque les banques sont en difficulté, les superviseurs et les États sont obligés d'organiser leur sauvetage. Ne pas le faire expose à une crise systémique. Les faillites bancaires sont hautement contagieuses et ce, pour plusieurs raisons : les banques sont liées les unes aux autres sur le marché interbancaire ; les déposants peuvent paniquer et perdre confiance à l'annonce d'une difficulté touchant une banque comparable à la leur ; la perte de confiance dans l'état de santé d'un établissement amène immédiatement à suspecter des problèmes dans d'autres... C'est pour ces raisons qu'on ne laisse généralement pas tomber un établissement bancaire. C'est d'autant plus vrai qu'il est « systémique ». Le caractère systémique d'un établissement se rapporte à sa taille (« too big to fail »), mais pas seulement. La densité des liens financiers qu'il entretient avec d'autres établissements ou la nature même de son activité (le fait de gérer des dépôts par exemple ou d'opérer toute autre activité jugée essentielle) peuvent le rendre systémique.

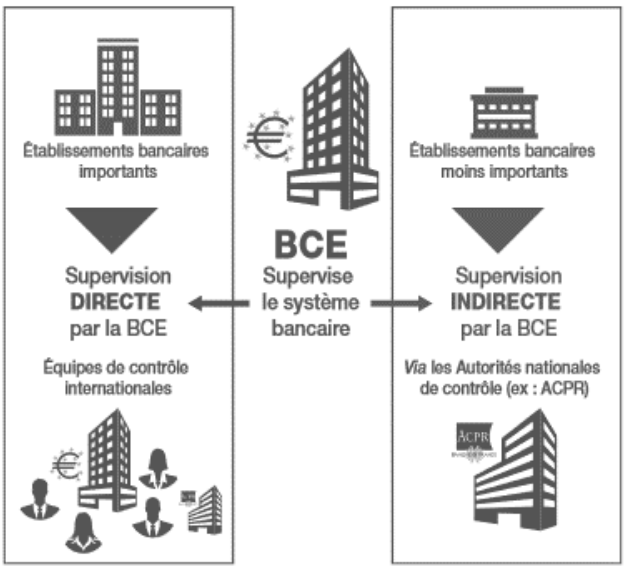
Les banques pour la plupart systémiques bénéficient dès lors d'une garantie de sauvetage dont elles ne paient pas le juste prix. Les économistes considèrent généralement qu'une garantie mal tarifée provoque un effet d'aléa moral : la garantie favorise une plus grande prise de risque. Les banques et leurs représentants (en France, notamment la Fédération des banques françaises – FBF) récusent cette vision des choses, le fait est cependant que les réformes actuelles sont mues par la volonté de réduire le coût des faillites bancaires pour la collectivité et/ou d'augmenter le prix de la garantie dont bénéficient les banques. Le renforcement de la réglementation des fonds propres est en soi déjà une augmentation de ce prix.

Source : Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN, Monnaie, banques, finance, PUF, 2012.

DOCUMENT : Le rôle central de la BCE dans la supervision bancaire au sein de la zone euro

Le contrôle des banques ne s'effectue plus seulement à l'échelle d'un pays : l'expérience a montré que les risques pris par une banque ne s'arrêtent pas aux frontières. Il est donc important d'organiser la supervision à l'échelle européenne, afin de protéger les clients et les systèmes financiers et économiques des pays.

Le Mécanisme de Surveillance Unique (MSU) a été mis en place fin 2014 pour harmoniser les règles et renforcer l'efficacité de la surveillance des banques en Europe. Dans le cadre du MSU, la BCE contrôle les 118 plus grands groupes bancaires de la zone euro, en collaboration avec chaque autorité nationale. Les autres établissements sont contrôlés par les autorités nationales, notamment l'ACPR[1] en France.



Des équipes de contrôleurs évaluent les risques pour détecter les éléments qui peuvent affecter la situation financière des banques. Ils peuvent se rendre dans les établissements, mener des entretiens, collecter et analyser des informations. Ils utilisent de nombreux indicateurs pour mesurer de façon objective la solidité des banques : ratios de fonds propres, taux des créances douteuses (crédits présentant un risque avéré de non remboursement), tests de résistance, etc. L'ACPR peut demander aux banques d'adopter des mesures correctives si cela est nécessaire. Des sanctions comme des amendes ou des limitations d'activité peuvent être prises par l'ACPR ou la BCE.

Source : « La supervision bancaire » - L'éco en bref – Banque de France

[1] ACPR : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. C'est l'autorité administrative en charge de la supervision des secteurs bancaire et assurantiel en France. Elle est adossée à la Banque de France, mais indépendante.

DOCUMENT : Pourquoi les banques doivent-elles détenir des fonds propres ?

Les fonds propres participent de manière décisive à la santé et à la solidité des banques. Voici pourquoi. Les banques prennent des risques et peuvent subir des pertes si ces risques viennent à se concrétiser. Pour préserver leur stabilité ainsi que les dépôts de leurs clients, elles doivent être en mesure d'absorber ces pertes et de poursuivre leurs activités quelles que soient les conditions économiques, favorables ou défavorables.

Le cas échéant, elles doivent recourir à leurs fonds propres. [...] Que sont les fonds propres ? En termes simples, les fonds propres correspondent aux moyens mis à la disposition d'une banque par ses actionnaires, ou d'autres investisseurs, ainsi qu'aux bénéfices qu'elle a réalisés et qui n'ont pas été distribués. Par conséquent, une banque souhaitant élargir son assise en fonds propres peut émettre davantage d'actions ou conserver ses bénéfices plutôt que de les verser aux actionnaires sous forme de dividendes. [...]

En quoi les fonds propres contribuent-ils à la solidité des banques ? Les fonds propres agissent comme un coussin financier contre les pertes. Lorsque de nombreux emprunteurs se trouvent soudain dans l'incapacité de rembourser leur prêt ou lorsque la valeur de certains investissements de la banque se contracte, par exemple, la banque subit des pertes et peut même faire faillite si elle ne dispose pas de coussins de fonds propres. En revanche, si elle est dotée d'une assise en fonds propres solide, elle peut l'utiliser pour absorber les pertes, poursuivre ses activités et servir ses clients. [...]

Quel niveau de fonds propres les banques doivent-elles détenir ? Premièrement, toutes les banques soumises à la supervision bancaire européenne doivent respecter la législation européenne, qui fixe les exigences minimales de fonds propres [...] à 8 % de leurs actifs pondérés des risques. Mais à quoi correspondent les actifs pondérés des risques ? Ils sont calculés comme le total des actifs de la banque multiplié par leurs différents facteurs de risque (c'est la pondération du risque). Ces facteurs de risque indiquent le degré de risque perçu de certains types d'actifs. Moins un actif est risqué, moins sa valeur pondérée des risques est élevée et moins la banque doit détenir de fonds propres pour le couvrir. Par exemple, un crédit hypothécaire garanti (par un appartement ou une maison) est moins risqué, autrement dit présente un facteur de risque plus faible, qu'un prêt non garanti. Une banque doit donc posséder moins de fonds propres pour couvrir les crédits hypothécaires que pour couvrir des crédits non garantis.

Source : Banque Centrale Européenne, « Pourquoi les banques ont-elles besoin de fonds propres ? »

DOCUMENT : Les Stress-tests bancaires : des outils d'analyse prudentielle

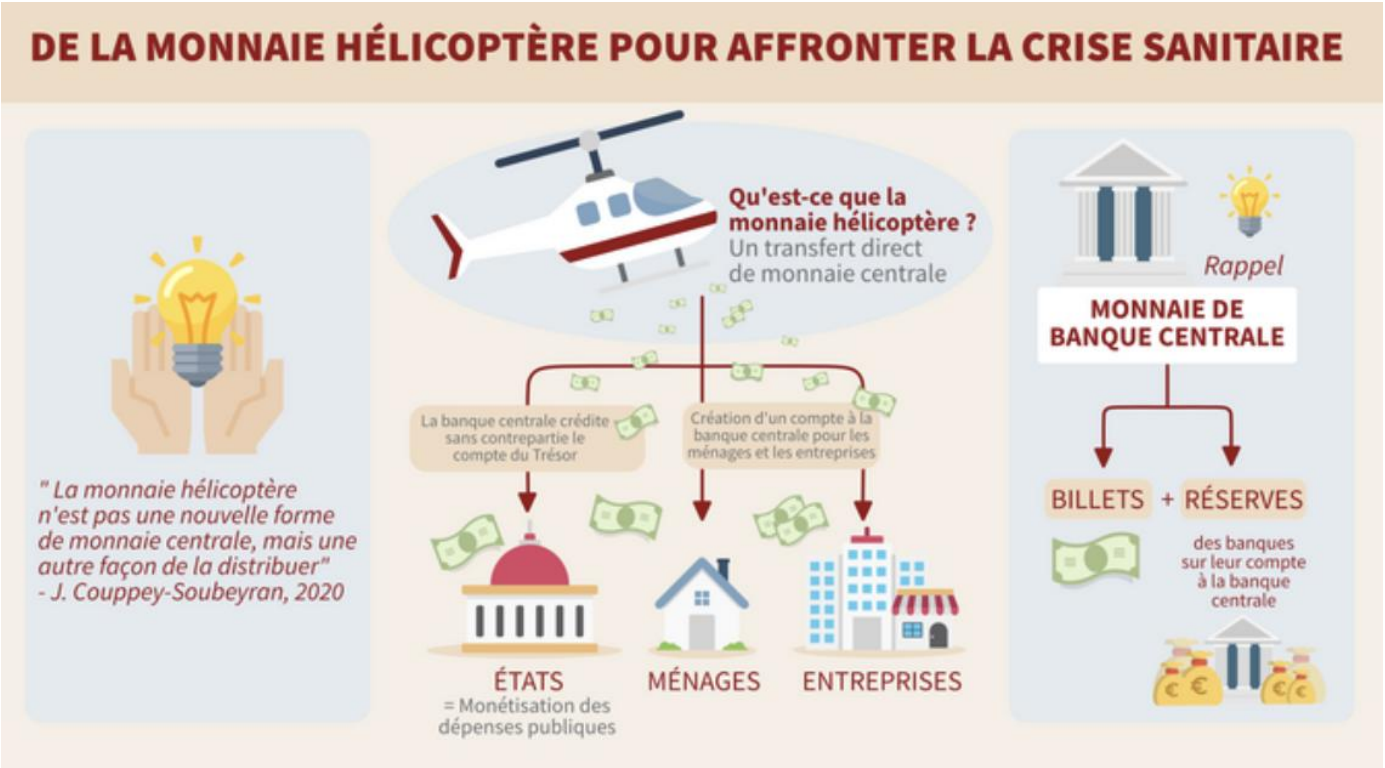
Les tests de résistance ou stress-tests ont fait leur apparition dans le cadre réglementaire avec les accords de Bâle II en 2004 : ces accords ont permis aux banques de développer leur propre modélisation des risques pour calculer leurs besoins en capital. En contrepartie, il est apparu nécessaire pour les superviseurs de disposer d'outils de stress-tests afin de vérifier la robustesse de ces modèles vis-à-vis d'un scénario économique et financier dégradé. La grande crise financière de 2008 a renforcé l'utilité de ces exercices, notamment pour évaluer et communiquer sur la capacité des banques à résister à des chocs d'une telle ampleur, et a conduit à l'instauration de grands principes par le Comité de Bâle en 2009. Les stress tests sont devenus récurrents à l'échelle européenne depuis 2009 et sont menés tous les deux ans par l'Autorité bancaire européenne.

Ils consistent à simuler l'impact d'une crise économique et financière sur chacune des banques testées, et, de là, sur la solidité du système bancaire. […] Si le stress-test fait apparaître un niveau de capital insuffisant pour une institution, signalant qu'elle ne dispose pas d'un niveau de fonds propres lui permettant d'absorber le choc résultant du scénario adverse, le superviseur peut alors mettre en œuvre un certain nombre d'actions correctrices pouvant inclure un plan de recapitalisation. Dans le cadre du Mécanisme Unique de Supervision (MSU), cette réponse relève de la responsabilité de la BCE, qui agit en étroite collaboration avec les superviseurs nationaux.

La perte en capital lors d'un stress-test s'exprime en baisse du « ratio de capital ». […] Le ratio de capital (ou de solvabilité) représente la quantité de fonds propres en pourcentage de l'actif (bilanciel) pondéré par les risques. […] Une banque sera considérée comme fragile à l'issue du stress-test si son ratio de capital dans le scénario de stress passe en dessous du ratio minimum exigé par la réglementation et qui est propre à chaque institution en fonction des risques auxquels elle est exposée.

Source : Valère FOUREL, Julien IDIER, Valerio SCALONE et Aurore SCHILTE, « Stress-tests bancaires : des outils d'analyse prudentielle », Banque de France Blog-note éco billet n°195, publié le 24/12/2020.

DOCUMENT : La monnaie hélicoptère



Source : Jézabel Couppey-Soubeyran, « La monnaie hélicoptère contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire », Institut Veblen, avril 2020.