

Y a-t-il un risque de crise financière ?

Nous voyons quatre risques de crise financière, qui, comme dans le passé pourrait partir des Etats-Unis.

Une crise financière pourrait se déclencher :

- en raison de la déréglementation des banques aux Etats-Unis (baisse des ratios de capital et de levier des banques, stress-tests moins exigeants) ;
- en raison du développement des marchés des stable coins, qui fait apparaître un risque de panique bancaire (de run), qui peut être déclenchée par la perte de valeur d'un stable coin par rapport au dollar ;
- en raison de la valorisation très élevée des entreprises technologiques américaines, le marché des actions valorisant ces entreprises en se s'interrogeant pas sur leur rentabilité à terme ou sur leur besoin massif d'investissement ;
- en raison du développement du financement privé, avec des emprunteurs en moyenne plus endettés, une absence de valorisation fréquente, un risque d'illiquidité.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

Isabelle Gravet

Assistante de recherche

isabelle.gravet-ext@ossiam.com

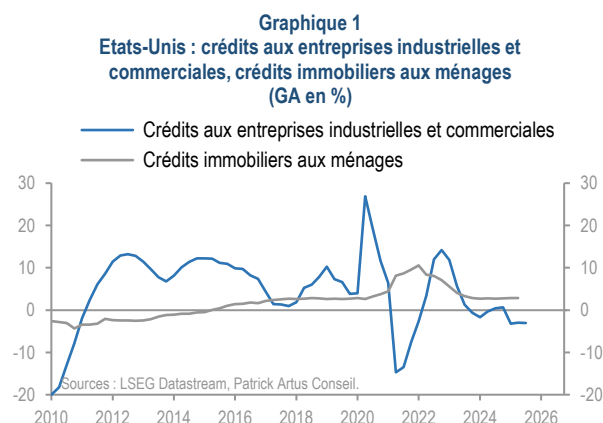
Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Premier risque de crise financière : déréglementation des banques aux Etats-Unis

Depuis l'arrivée au pouvoir de Donald Trump, l'administration et les autorités de régulation des banques à la Réserve Fédérale ont indiqué :

- qu'elles ne mettraient pas en place les **règles de fonds propres** (appelées « Basel III Endgame ») qui auraient nécessité une hausse de l'ordre de 20% des fonds propres réglementaires des banques, et qu'elles désiraient stabiliser le niveau de ces fonds propres ;
- qu'elles voulaient réduire les fonds propres supplémentaires que doivent détenir les plus **grandes banques** (les G-SIBs, Global Systematically Important Banks) ;
- qu'elles avaient l'intention de réduire le **ratio de levier** (Supplementary Leverage Ratio, SLR) de 5% à une fourchette comprise entre 3,4% et 4,3% ; ce ratio de levier est le ratio des fonds propres « durs » (Tier 1) aux actifs détenus par la banque et non pondérés par le risque ;
- qu'elles voulaient simplifier les **stress tests** des banques.

Le mouvement de réglementation des banques qui a commencé après la crise financière de 2008-2009 est donc terminé. L'objectif de la déréglementation des banques est de permettre une **reprise du crédit bancaire** aux Etats-Unis (**Graphique 1**).



Mais si les **banques distribuent davantage de crédit et détiennent moins de fonds propres, elles seront plus fragiles en cas de récession**, et la déréglementation des banques accroît donc le risque d'une crise bancaire démarrant aux Etats-Unis.

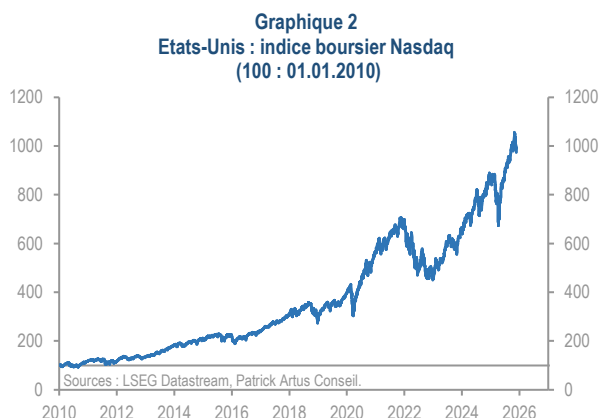
Deuxième risque de crise financière : le développement du marché des stable coins

Le **marché des stable coins** a atteint 312 milliards de dollars en octobre 2025 (les stable coins sont dénommés en dollars pour 99% de leurs encours), et sa taille pourrait progresser jusqu'à 1900 milliards de dollars en 2030 d'après les estimations de Citi. Les stable coins sont des actifs financiers échangés sur la blockchain et dont la valeur en dollars est garantie. L'avantage des stable coins est la **rapidité et le faible coût des transactions**. Le risque est le **risque de vente massive, de ventes paniques**, déclenchées par une petite perte de valeur vis-à-vis du dollar (ceci s'est déjà produit). L'encours des stable coins émis est garanti par la détention par l'émetteur de 1 dollar d'actifs de bonne qualité (essentiellement des Treasury Bills) pour chaque dollar de stable coin émis.

Le risque de crise sera accru si les émetteurs de stable coins n'ont pas accès au refinancement auprès de la Réserve Fédérale. Le GENIUS Act permet à des non-banques d'émettre des stable coins, et interdit qu'elles soient rémunérées, ce qui crée une fragilité de ce mécanisme.

Troisième risque de crise financière : valorisation très élevée du secteur technologique aux Etats-Unis

La valorisation des sociétés technologiques américaines est très élevée, aussi bien pour les sociétés cotées (le Nasdaq a progressé de 92% en 5 ans, **Graphique 2**, et son PER est de 37) que pour les sociétés non-cotées (OpenAI a une valorisation de 500 milliards de dollars).



Les investisseurs sont très confiants dans les perspectives de profits des entreprises technologiques, **mais ils sous-estiment deux difficultés** :

- **on ne connaît pas l'organisation du marché des fournisseurs de modèles d'Intelligence Artificielle**. Si c'est un marché oligopolistique, la rentabilité de ces fournisseurs sera très élevée, mais si c'est un marché concurrentiel, elle sera plus faible, les surplus liés à l'utilisation de l'IA restant dans les comptes des utilisateurs d'IA ;
- **on ne sait pas si les investissements massifs qui seront nécessaires pourront être rentabilisés**. Prenons le cas d'OpenAI : ses revenus en 2025 seront de l'ordre de 13 milliards de dollars, ses pertes sur les 3 premiers trimestres ont atteint 19 milliards de dollars. Or OpenAI a annoncé 1400 milliards de dollars d'investissements (dans les data centers, dans l'acquisition de semi-conducteurs) pour les 9 prochaines années. Cet investissement massif requiert des profits très importants, or OpenAI attend de réaliser des profits seulement en 2030.

Quatrième risque de crise financière : le développement très rapide du financement privé

L'encours de financement privé (private equity, dette d'infrastructures, crédit privé aux entreprises), atteint 3000 milliards de dollars en 2025. En 10 ans aux Etats-Unis, le crédit privé a progressé de 14,5% par an, les crédits industriels et commerciaux aux entreprises de 3% par an, le total des crédits (bancaire et privé) aux entreprises de 5,5% par an.

Le risque est que le crédit privé concerne :

- **des entreprises plus endettées que celles financées par le crédit bancaire** (le levier est 4,6 pour le crédit bancaire, 5,7 pour le crédit privé, d'après les calculs de JP Morgan Credit Research)
- **des entreprises moins profitables que celles financées par le crédit bancaire** (le ratio Ebitda/paiements d'intérêts est de 3,9 pour les entreprises financées par le crédit bancaire, de 2,1 pour celles financées par le crédit privé, toujours selon JP Morgan Credit Research)

On voit donc la plus grande fragilité des fonds de crédit privé que des banques, induite par la plus grande fragilité des emprunteurs.

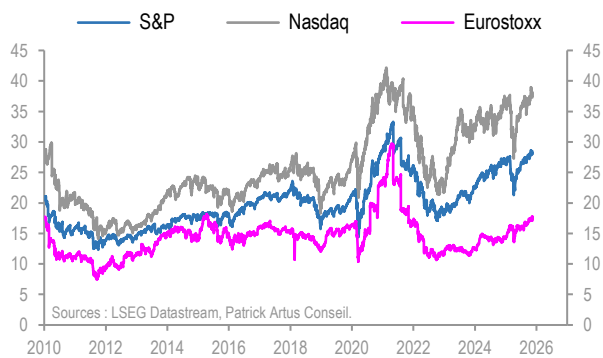
Synthèse : ne pas ignorer le risque de crise financière

Une crise financière partant des Etats-Unis, peut se déclencher en raison :

- de la déréglementation des banques ;
- du développement du marché des stable coins ;
- de la valorisation excessive des entreprises technologiques ;
- du développement du financement privé.

Une crise financière entraînerait une chute de la valorisation des actions ([Graphique 3](#)), et un élargissement majeur des spreads de crédit ([Graphique 4](#)).

Graphique 3
PER



Graphique 4
Etats-Unis : spread high yield (en points de %)



Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.