

Question 2 : Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?

Objectifs :

- Savoir expliquer ce qu'est une crise financière.
- Savoir expliquer les mécanismes susceptibles d'engendrer un choc systémique : par les déséquilibres macro-économiques, par la volatilité des cours, par les anticipations mimétiques, du fait de l'aléa moral.
- Savoir expliquer les instruments de la régulation des marchés visant une plus grande transparence des marchés, notamment la réglementation prudentielle, le contrôle des agents (agence de notation, banques, fonds) et des activités (comme les marchés dérivés, la titrisation et le high frequency trading) et la lutte contre les paradis fiscaux.

Notions à connaître :

Acquis de première : **asymétrie d'information, risque de crédit.**

- Crise financière
- Crise systémique
- **Risque systémique**
- Déséquilibre économique
- Volatilité des prix
- **Comportement mimétiques**
- Bulle spéculative
- Too big too fail
- **Aléa moral**
- **Régulation**
- Réglementation prudentielle
- Risque d'insolvabilité
- Risque de liquidité
- Marché de gré à gré
- Chambre de compensation
- Paradis fiscal

Introduction : qu'est-ce qu'une crise financière ?

Document 1 : la diversité des crises financières.

On regroupe sous le vocable crise financière des phénomènes très différents. En présence d'un ajustement violent des taux de change, en régime de changes flexibles ou d'une dévaluation forcée, en régime de taux de changes fixes, face aux attaques spéculatives des détenteurs d'actifs à l'échelle internationale, on parle de crise de change ou de crise de la balance des paiements. [...] Si un État a des difficultés pour rembourser sa dette, vis à vis des agents domestiques ou des investisseurs internationaux, il s'agit alors d'une crise de la dette souveraine. [...] Lorsque se produit un ajustement à la baisse de vaste ampleur, en peu de temps, sur les marchés boursiers ou obligataires, les économistes parlent d'un Krach ou d'une crise boursière. [...] Enfin, lorsque ce sont les banques qui se trouvent en difficulté, soit parce qu'elles se révèlent illiquides à court terme, soit parce qu'elles sont devenues, plus structurellement, insolvables, on parle de crise bancaire. [...]

Mais il est rare que ces divers types de crises se produisent isolément et elles apparaissent souvent de façon combinée. D'où la référence aux crises systémiques, en présence d'une diffusion de la crise à l'ensemble des marchés d'actifs financiers et d'une contagion à l'échelle internationale, à l'image de la crise systémique de 2007-2009.

A. Cartapanis, « Les crises financières », *Cahiers Français*, n°361, mars –avril 2011

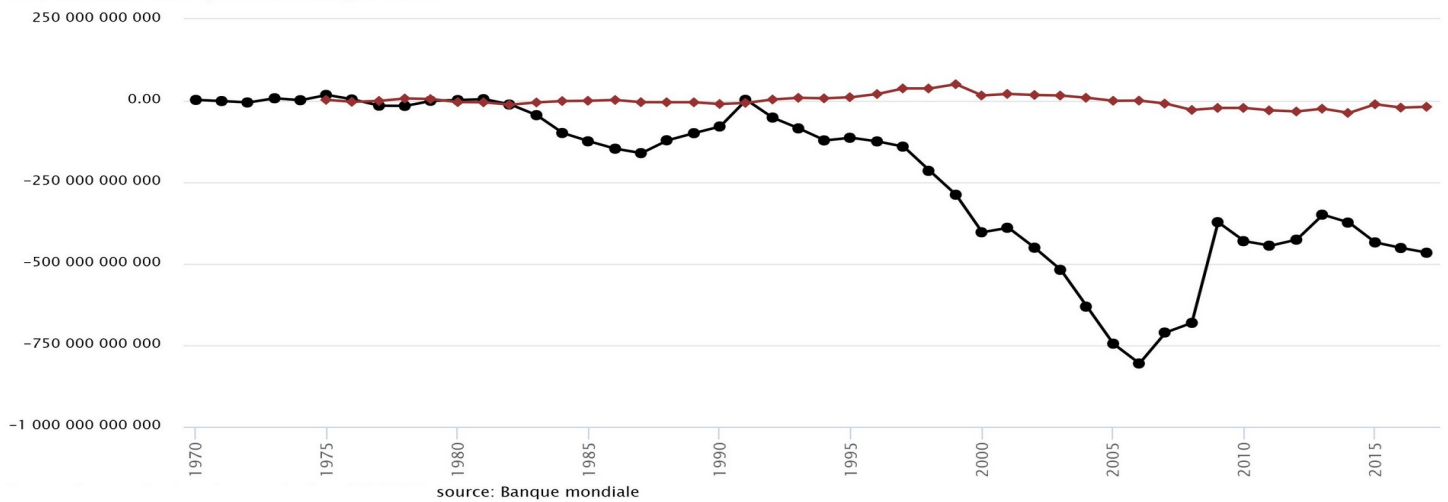
I] Les différentes causes des crises financières.

A) Les déséquilibres macro-économique déstabilisent les marchés financiers.

Document 2 : la balance courante aux USA et en France.

Balance courante (\$US courant), États-Unis

Balance courante (\$US courant), France



Précisions

Balance courante (\$US courant)

La balance courante est un indicateur économique complexe. Au départ, comme toute balance, y compris celle des particuliers, elle tient compte des entrées et des sorties, des recettes et des versements. Elle est donc composée de différents soldes. D'une manière plus spécifique, elle indique le solde des mouvements de biens et de services ainsi que les flux de revenus de placement entre un pays et le reste du monde. Plus concrètement, la balance courante compte trois composantes essentielles: 1) la balance commerciale (exportations moins les importations) des biens et des services (transport, tourisme, gestion) ;2) le solde des revenus de placement (ex.: intérêts, dividendes) et 3) et le solde des transferts courants (ex.: successions et capitaux des immigrants -ce qu'ils envoient hors du pays et ce qu'ils apportent au sein d'un pays). C'est un autre indicateur sur la santé commerciale d'un pays vis-à-vis ses partenaires commerciaux. Quand la balance courante est **négative**, le pays vit au-dessus de ses moyens puisqu'il consomme et investit plus qu'il ne produit de richesses. Inversement, quand la balance est **positive**, le pays produit plus de richesses qu'il n'en consomme. Généralement, une balance courante positive permet à un pays de rembourser sa dette ou même de prêter à d'autres pays. Par contre, une balance négative doit être compensée par des emprunts auprès d'agents extérieurs ou en encore en vendant des actifs possédés à l'extérieur du pays. Ce calcul a été effectué par la Banque mondiale. Les données sont en dollars courants.

Source: Banque mondiale

Document 3 : les déséquilibres macro-économiques.

La crise financière qui s'est déclenchée [...] au cours de l'été 2007 [...] a pris naissance au cœur du système financier américain, présenté jusqu'alors comme le plus solide et le plus efficace, avant de se transformer en crise systémique à l'échelle planétaire. Cette crise a également illustré la complexité et l'étendue des facteurs générateurs d'instabilité financière. La crise de 2007-2009 est pour partie liée à l'approfondissement de la mondialisation qui a conduit à des déséquilibres considérables de balances des paiements¹ entre les pays émergents et l'économie américaine, compensés par des transferts massifs d'épargne sous la forme d'une accumulation sans précédent de réserves en dollars, rendant possible une expansion débridée² de la liquidité mondiale.

A. Cartapanis, « Les crises financières », *Cahiers Français*, n°361, mars –avril 2011

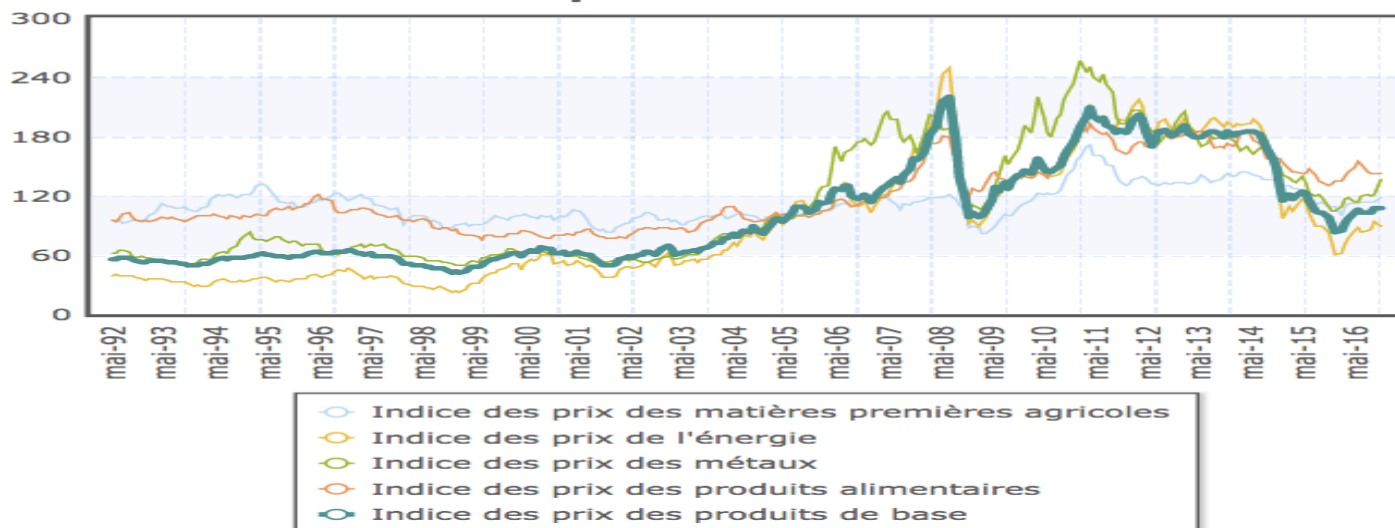
¹La balance des paiements est un synonyme de la balance courante.

²Débridée : effrénée, sans retenue.

B) La volatilité des cours déséquilibre les marchés financiers.

Document 4 : les variations de prix sur le marché des matières premières.

Principaux Indices de Prix



<http://www.indexmundi.com/fr/matieres-premieres/>

C) La spéculation et les comportements mimétiques engendrent des bulles spéculatives.

Document 5 : les comportements mimétiques.

Les investisseurs opèrent en effet dans un contexte d'incertitude radicale, où l'enjeu, pour eux, consiste à prévoir les prix futurs. Or cette évolution dépend du comportement de tous les autres opérateurs. Le problème de l'investisseur est donc de savoir comment les autres vont réagir à un événement donné. C'est cela qui importe pour lui et non ce qu'il pense du niveau des "vraies valeurs". S'il estime que le marché va monter, il achète, s'il estime qu'il va baisser, il vend, indépendamment de sa propre conviction sur la surévaluation ou la sous-évaluation des actifs. Ce comportement mimétique qui consiste à s'aligner sur l'opinion moyenne est parfaitement rationnel individuellement, mais peut se révéler désastreux collectivement puisqu'il provoque des bulles, et que ces bulles finissent par éclater. Même l'acteur qui a parfaitement identifié une bulle a intérêt à la suivre tant qu'il ne prévoit pas le déclenchement imminent du krach. Le marché est donc intrinsèquement inefficace, puisque le jugement de chacun n'engendre pas un optimum collectif, comme le voudrait la théorie libérale.

Denis Clerc, *Alternatives économiques poche*, n° 43. avril 2010.



- 1) Qu'est-ce qu'un comportement mimétique ?
- 2) Pourquoi ce comportement n'est pas rationnel au niveau collectif ?

D) L'aléa moral incite à prendre des risques.

Document 6 : privatisation des profits, socialisation des pertes.

Jusqu'à la crise amorcée en 2007, les banques ont fait exploser leur activité, réalisé de juteux profits et versé des rémunérations beaucoup plus élevées que dans les autres secteurs. Autant de signes d'une croissance effrénée, sans garde fou : la réglementation n'était pas assez contraignante pour limiter la prise de risque des banques, notamment dans leurs activités sur les marchés financiers – plus lucratives que leurs activités traditionnelles (notamment crédits aux entreprises) – ; quant à l'« optimisation » de la fiscalité, elle était facile pour des groupes largement implantés à l'international et dans les paradis fiscaux.

Quelques chiffres tout d'abord qui auraient pu (dû ?) alerter nos gouvernants : entre 1994 et 2006, veille de la crise, les banques françaises ont multiplié la taille de leur bilan par trois et leur profits... par dix ! Quant aux rémunérations versées en France, depuis les années 1970 elles ont progressé deux fois plus vite dans le secteur financier qu'ailleurs. Est ce en raison du talent de nos banquiers ou des tombereaux d'argent qu'ils brassent ? La plupart des travaux académiques consacrés à a question ne plaident pas pour la première option...

Les groupes bancaires sont donc devenus énormes. Le président américain Barack Obama a trouvé la bonne formule en les qualifiant de *fat cats*, même si ce n'est pas aux Etats-Unis mais en Europe que les groupes bancaires sont les plus gros : les chats y frisent l'obésité... En 2012, les actifs de BNP Paribas (près de 2000 milliards d'euros) représentaient par exemple l'équivalent du PIB (Produit Intérieur Brut) de la France, c'est à dire d'une année entière de richesse créée dans le pays, Barclays plus de 110% du PIB du Royaume-Uni, Santander plus de 120% du PIB de l'Espagne, Deutsche Bank environ 85% du PIB de l'Allemagne ! Armé de tels mastodontes, le secteur bancaire pèse près de 600% du PIB du Royaume-Uni, plus 400% en France et aux Pays-Bas, plus de 300% en Espagne, au Portugal, en Autriche ou en Allemagne.

Or une telle masse prend littéralement en otage les États : en cas de problème, abandonner ces gros groupes à leur sort entraînerait – c'est l'effet domino – des faillites en chaîne et, pour finir, une récession économique de grande ampleur. Ces groupes bancaires sont devenus trop gros pour faire faillite, pour reprendre l'expression anglo-saxonne *too big to fail*. Il n'y a donc pas d'autres choix que de les sauver. La belle affaire pour les banques. Quand tout va bien, elles réalisent de juteux profits, proportionnels à la taille de leur bilan (pile, elles gagnent !), et quand le vent tourne, les pertes, également proportionnelles à la taille de leur bilan, sont prises en charge par l'État qui prend des participations, se porte garant des dettes, ou par la Banque centrale qui refinance sans limite (face, l'État perd !). C'est ainsi que les banques ont bénéficié du renflouement des Etats en n'assumant pas les pertes dues aux risques qu'elles avaient pris, pourtant à l'origine de la crise financière.

Jézabel Couppey-Soubeyran et Marianne Rubinstein, *L'économie pour toutes*, Ed. La découverte, 2014.

3) Expliquez ce que signifie « too big to fail ».

4) Montrez qu'il existe une situation d'aléa moral pour les Banques.

II] Comment réguler le marché financier ?

Document 7 : les leçons de la crise financière de 2007.

La crise financière est le produit de défaillance de la régulation et de la multiplication de situations d'aléa moral sur les marchés financiers. Ses origines sont avant tout d'ordre microéconomique, conformément au diagnostic établi par les différents G20 réunis depuis l'été 2007. Le déficit de la balance des paiements courants américains, en dégagant un excès d'épargne disponible en Asie à la recherche de placements diversifiés, a certes constitué un cadre favorable au développement de la crise en rendant possible la diffusion internationale de créances titrisées, tout comme la politique monétaire de bas taux d'intérêt conduite par Alan Greenspan a permis l'accélération de l'octroi de prêts immobiliers. Mais ces données n'ont dessiné qu'un environnement favorable au développement de la crise, dont l'origine reste la défaillance des règles du marché, du contrôle de leur application et du comportement des acteurs.

Didier Marteau, *Les marchés de capitaux*, Armand Colin, Coll. Cursus, 2011

A) La réglementation prudentielle pour limiter le risque systémique.

Document 8 : les accords de Bâle.

Accord	Date d'application dans l'UE	Objectifs	Mesures
Bâle I 1988	1993	Assurer la stabilité et la solvabilité du système bancaire	<ul style="list-style-type: none"> • Fixation d'un ratio minimal (<i>ratio Cooke</i>) fonds propres¹/total des expositions portées par la banque² de 4 %. • Ce ratio s'élève à 8 % en ce qui concerne les fonds propres rapportés aux expositions risquées de la banque.
Bâle II 2004	2008	Limiter les risques pris par les établissements de crédit	<ul style="list-style-type: none"> • Maintien des mêmes ratios, mais la définition des risques auxquels les banques s'exposent est étendue, et ces risques doivent être rendus publics. • Renforcement du pouvoir de surveillance des superviseurs (par exemple, l'Autorité du contrôle prudentiel en France).
Bâle III 2010	D'Ici à 2019	Tirer les leçons de la crise de 2007-2008	<ul style="list-style-type: none"> • Clarification de la définition des fonds propres et renforcement des exigences de capital à conserver par la banque pour les activités risquées (par exemple, la titrisation). • Instauration de ratios de liquidité : les banques doivent pouvoir fournir des liquidités en cas de crise.

¹Fonds propres : Fonds que la banque n'a pas eu à emprunter.

²Expositions : Ensemble des prêts accordés par la banque.

Joëlle Bails (dir), *Manuel d'économie approfondie*, Hatier, 2012.

B) Le contrôle des agents et activités pour limiter les conflits d'intérêts.

Document 9 : réguler les agences de notation et la titrisation.

Les agences de notation ne font pas qu'émettre des opinions. [...] Pour les investisseurs, elles énoncent des standards sur lesquels reposent complètement leurs allocations d'actifs [...]. Pire, le comité de Bâle des banquiers centraux les a mis au cœur de la régulation bancaire. La méthode dite standard de détermination du capital réglementaire adossé aux crédits et modulé en fonction du risque est directement fonction de la note de ces crédits. Il faut ajouter que les notes sont payées par les demandeurs de notes, c'est-à-dire les entreprises qui les sollicitent, de sorte que les conflits d'intérêts sont toujours sous-jacents. Ce soupçon est d'autant plus prégnant que les agences sont très opaques. Échappant elles-mêmes à toute régulation, alors qu'elles sont au cœur de la régulation, elles ne communiquent pas sur leurs méthodes [...].

Mais le comble est atteint dans la notation de la titrisation des crédits. Dans ces cas-là, le conflit d'intérêt est aigu. En effet, les agences ne sont plus externes aux entités qu'elles notent. Elles sont co-sponsors des opérations en osmose complète avec les banques d'affaires. Elles sont donc organiquement juges et parties. Les notes AAA sur les *pools* de crédits *subprime* ne peuvent s'expliquer que comme cela, sauf à faire l'hypothèse d'une incompétence sérieuse [...].

La plus simple des réponses des régulateurs de marché est de cantonner strictement les agences à la notation des crédits, de les obliger à révéler leurs méthodes et de les forcer à la transparence (une seule échelle de notes pour toutes les agences, même contenu informationnel de ce que signifie une note de niveau donné dans toutes les agences). Il devrait revenir aux régulateurs de Bâle de circonscrire plus étroitement le rôle des agences. Il est en tout cas peu admissible de les mettre au cœur du premier pilier réglementaire (la détermination du capital réglementaire) sans les soumettre à inspection et contrôle. Il reste évidemment le problème de fond de la structure oligopolistique des agences et des conflits d'intérêts. Il paraît indispensable de prohiber leur rôle de conseil dans la titrisation des crédits.

Michel Aglietta, *Macroéconomie financière*, La Découverte, 2008.

- 5) Quelle est la fonction des agences de notation .
- 6) Pourquoi existe-t-il un conflit d'intérêt au sein des agences de notation ?
- 7) Quelles sont les préconisations de Michel Aglietta pour améliorer le fonctionnement des agences de notation ?

C) Le contrôle de la finance dérégulée pour assurer la transparence des marchés.

Document 10 : renforcer la transparence des opérations financières.

Les produits financiers [...] peuvent être échangés selon deux procédures : sur des marchés dits « organisés » [...] et sur des marchés dits « de gré à gré » ou *over-the-counter* (OTC) lorsque les échanges de titres se font directement entre acteurs financiers. Dans ce dernier cas, en l'absence de compensation centrale, tout opérateur supporte intégralement le risque de défaillance de sa contrepartie, pouvant ainsi créer un risque systémique, où la faillite d'une institution financière ou bancaire entraîne à sa suite celle des autres agents présents sur le marché. [...] Or la taille de ces marchés OTC est près de dix fois supérieure à celle des marchés organisés. [...] Voulant rompre avec l'opacité qui les caractérise et mesurer leur encours, le G20¹ a ainsi souhaité que les produits négociés en OTC fassent à leur tour l'objet d'une compensation centrale.

Yves Jegourel, « États-Unis, Europe : un tour d'horizon des réformes bancaires et financières », Cahiers français, n° 375, juillet-août 2013.

¹Groupe de 20 pays se réunissant régulièrement pour traiter de problèmes internationaux.

Pour accroître la transparence des transactions sur les marchés de produits dérivés et limiter les prises de risques excessives, les régulateurs souhaitent que les échanges s'organisent de plus en plus au sein des « chambres de compensation », des institutions privées qui jouent le rôle d'un notaire enregistrant les transactions. Elles établissent aussi quotidiennement les positions nettes des acteurs financiers (ce qu'ils achètent moins ce qu'ils vendent). Elles veillent à ce que tous les joueurs aient de quoi payer au cas où ils perdraient leurs paris en leur demandant de déposer du cash ou des actifs financiers en garantie, ce que les financiers appellent un « collatéral ». Elles se substituent à un joueur défaillant pour rembourser les autres en cas de problème. Cette évolution va assurément dans le bon sens car elle devrait permettre d'en savoir plus sur les volumes échangés, les prix pratiqués et les risques pris sur ces marchés qui ont été de tous les dérapages financiers depuis plus de trente ans. Pourtant, le passage de la théorie à la pratique est délicat.

Les États-Unis sont plutôt partisans de développer une grosse chambre de compensation mondiale unique. La BCE préfère l'établissement de multiples chambres régionales car elle veut pouvoir contrôler les transactions en euros. On s'achemine donc vers l'existence d'un réseau informel de chambres de compensation. Ce qui, selon le FMI, ne sera pas sans poser de problèmes. Car les acteurs financiers achètent et vendent des produits dérivés partout dans le monde. Établir la position nette de chaque acteur réclamera donc une grande interopérabilité entre les différentes chambres.

Christian Chavagneux, *Une brève histoire des crises financières. Des tulipes aux subprimes*, éd. La Découverte, coll. « Cahiers libres », 2011.

- 8) Pourquoi les marchés de gré à gré sont-ils plus dangereux que les marchés organisés ?.
- 9) A quoi sert une chambre de compensation ?
- 10) Quel est l'intérêt d'en créer une pour les marchés de produits dérivés ?

Sujets tombés les années précédentes :

- Comment le système financier peut-il être régulé ? (Liban, 2013)
- Comment peut-on expliquer les crises financières ? (Amérique du Nord, 2013)
- Quel rôle les comportements mimétiques jouent-ils dans l'apparition des crises financières ? (Asie, 2013)
- Comment expliquer les crises financières ? (France métropolitaine, 2013)
- Vous expliquerez en quoi le comportement mimétique est un facteur essentiel des crises financières. (Antilles-Guyane, 2013)
- Comment réguler le système financier ? (Amérique du Sud, 2013)
- Comment peut-on réguler le système financier ? (Pondichéry, 2014)

- Comment les problèmes d'aléa moral peuvent-ils contribuer à l'instabilité financière ? (France métropolitaine, 2014)
- Comment peut-on expliquer les crises financières ? (Liban, 2015)
- Comment peut-on réguler le système financier ? (Polynésie, 2015)
- Quels sont les principaux facteurs des crises financières ? (Asie, 2015)
- Comment peut-on limiter l'instabilité financière ? (Liban, 2016)
- Comment les comportements mimétiques peuvent-ils contribuer à l'explication des crises financières ? (Amérique du Nord, 2016)
- Comment la régulation du système financier peut-elle prévenir les crises financières ? (Asie, 2016)
- Quelles sont les principales causes des crises financières ? (France métropolitaine, 2016)
- Vous mettez en évidence les mécanismes qui peuvent être à l'origine des crises financières. (Antilles-Guyane, 2016)
- Par quels moyens peut-on réguler les marchés financiers ? (Pondichéry, 2017)
- Quelles sont les causes des crises financières ? (Amérique du Sud, 2017)
- Comment les comportements mimétiques peuvent-ils expliquer les crises financières ? (Autres centres étrangers, 2018)
- Quelles peuvent être les principales causes des crises financières ? (Asie, 2018)
- Comment expliquer l'instabilité financière ? (France métropolitaine, 2018)
- Quels sont les facteurs susceptibles de conduire à des crises financières ? (Polynésie, 2018)
- Comment la régulation peut-elle lutter contre l'instabilité financière ? (Antilles-Guyane, 2018)