

Sciences économiques et sociales

FORMATION

EAFC- Académie de Lille

Virginie Jailloux

FORMATION : Crises et régulations du système financier

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- ***La finance, le carburant de l'économie***



L. SCIALOM

« [La finance], c'est le carburant d'une économie en mouvement. (...) La finance est non seulement utile, mais indispensable. C'est la condition même pour que la vie économique existe et que la société trouve les moyens matériels de se projeter et, ainsi, de forger son avenir »

Dans *La fascination de l'ogre ou comment desserrer l'étau de la finance ?*

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- ***La complémentarité entre le banquier et l'entrepreneur***



J.A. Schumpeter
(1883-1950)

« Les services que rendent les intermédiaires financiers sont essentiels pour provoquer, faciliter, accompagner les innovations technologiques et le développement économique. »

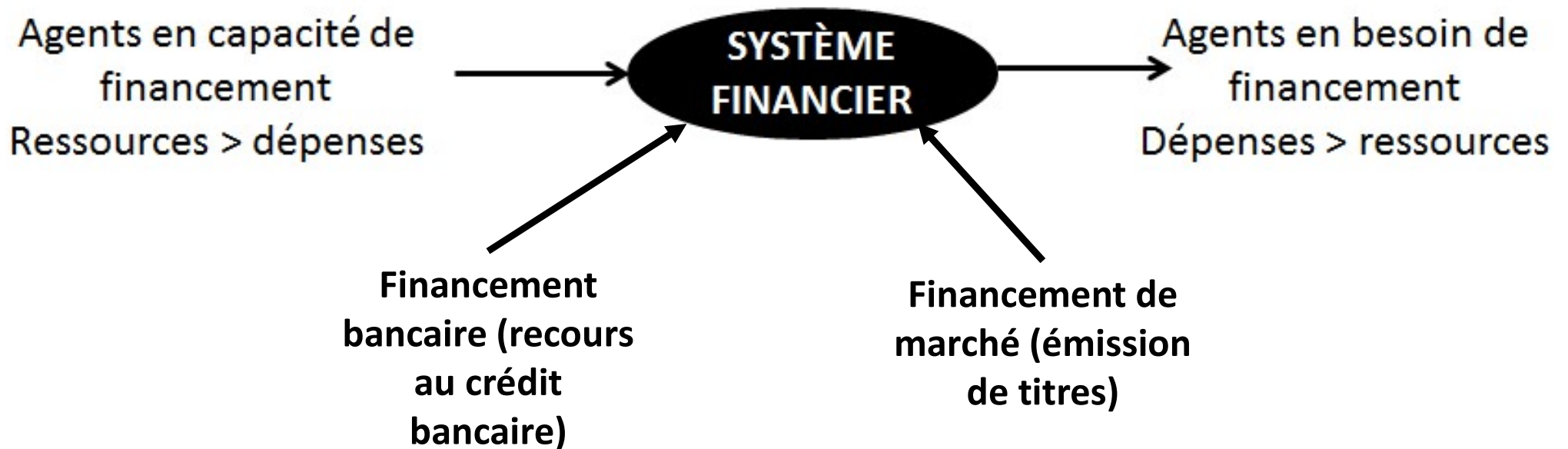
Théorie de l'évolution économique (1911)

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- Le rôle central du système financier dans l'économie

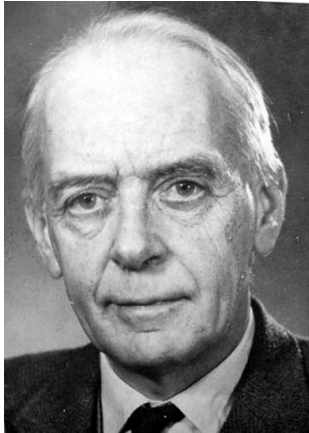
**Un financement adapté aux besoins spécifiques
des agents économiques**



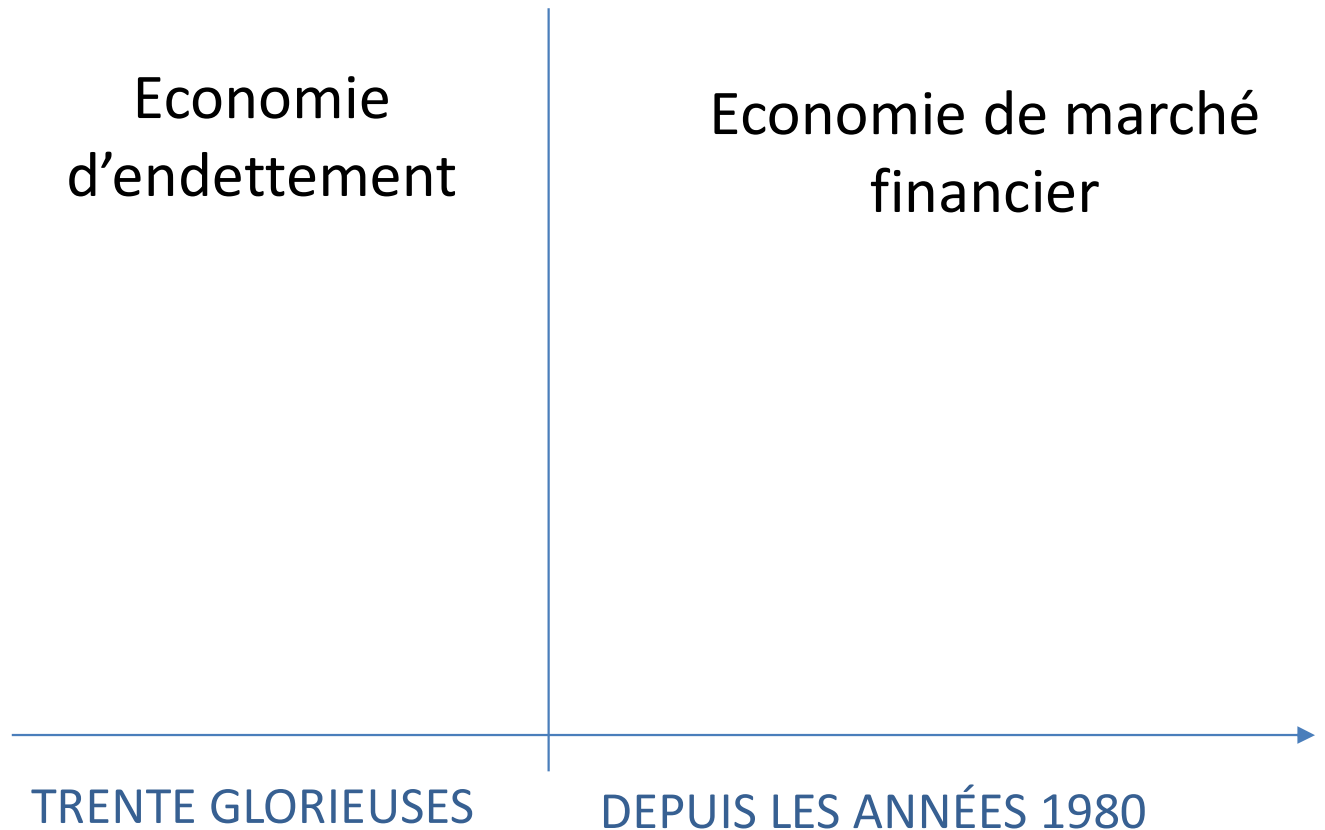
Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- Un système financier qui a beaucoup évolué depuis les années 1980



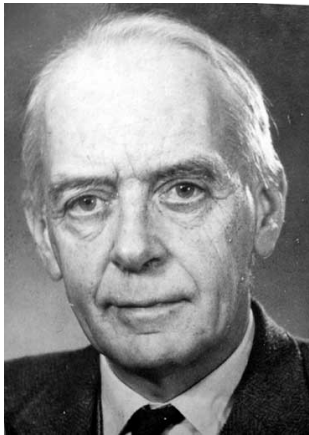
J. HICKS
(1904-1989)
PN 1972



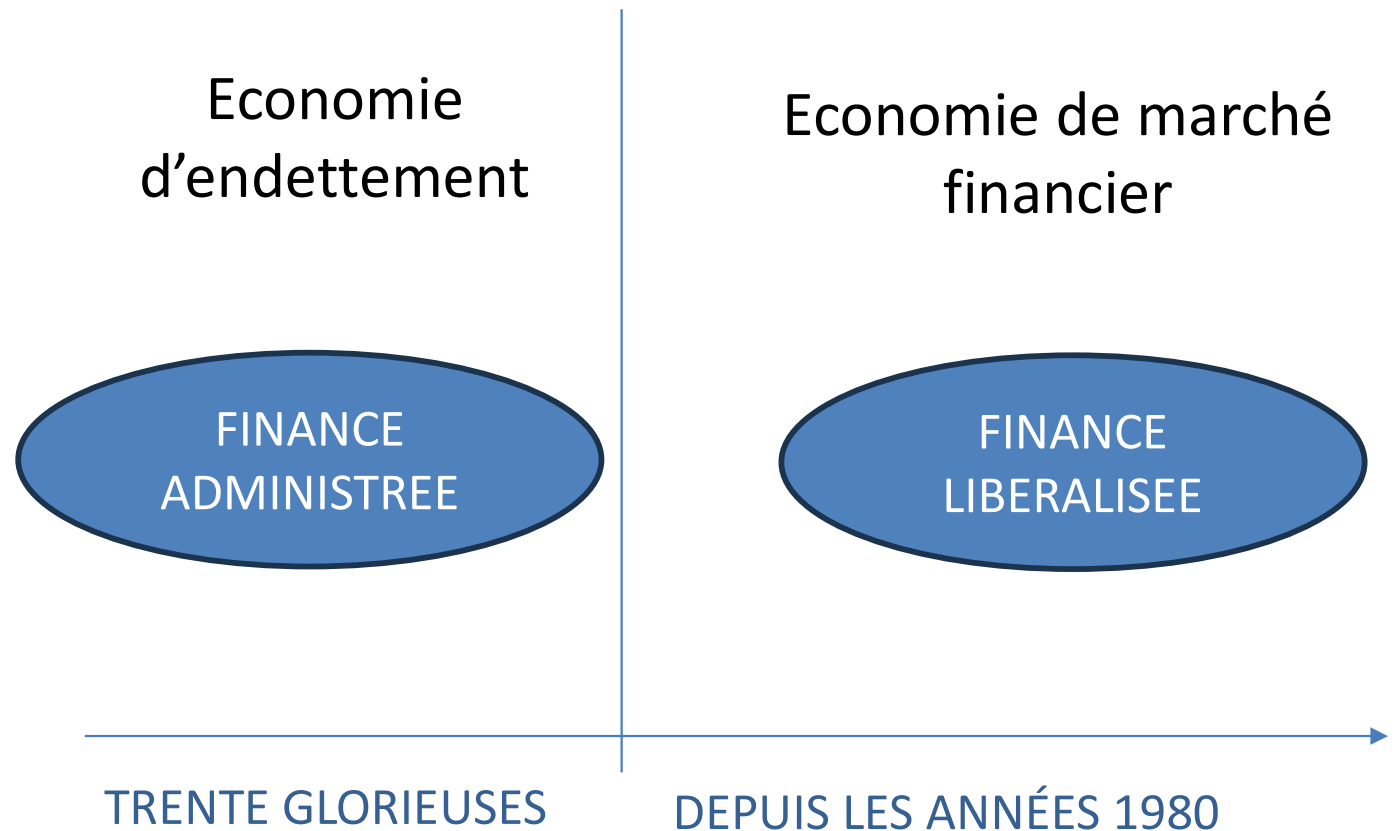
Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- Un système financier qui a beaucoup évolué depuis les années 1980



J. HICKS
(1904-1989)
PN 1972



Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- La libéralisation financière depuis les années 1980, un projet politique



Sommet du G7 à Versailles en 1982 : M. Thatcher, R. Reagan, F. Mitterrand, et H. Schmidt

 Voir le documentaire d'A. Kunvari « Il était une fois... les patrons » -Partie 2 : 1981-2010, la montée des actionnaires, 2010

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- La globalisation financière, un processus en 3D...



① DÉRÉGLEMENTATION

② DÉCLOISONNEMENT

③ DÉSIINTERMÉDIATION

La globalisation financière

Henri Bourguinat
LES VERTIGES DE LA FINANCE INTERNATIONALE
ECONOMICA 1987

2116.52 +48.95 +2.3%
11126.98 +2.4%
2116.04 +135.08 +2.3%
16.08 .09 +2.2%

ECONOMICS

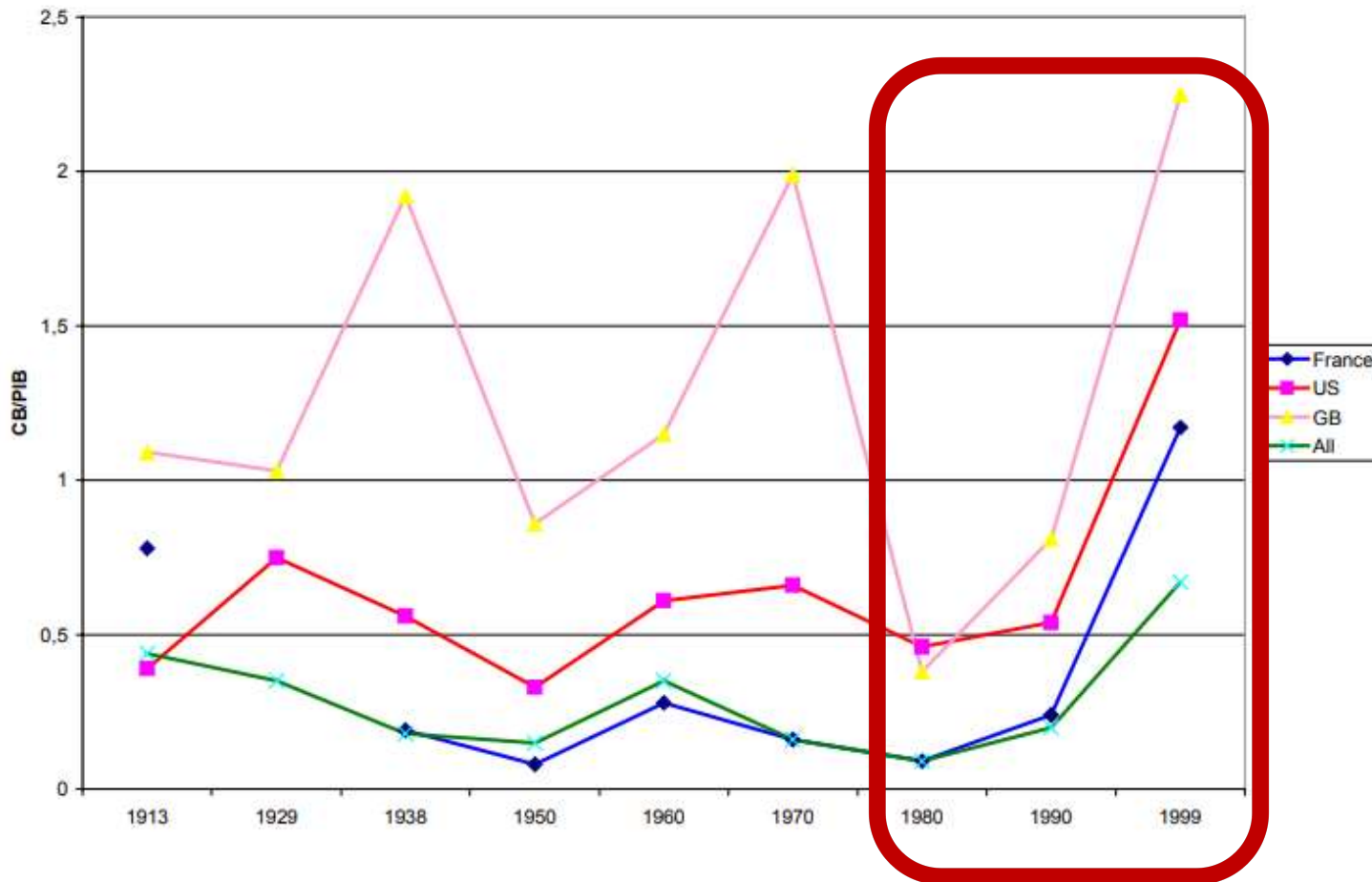
Y, Eco, DM, FF, \$

MAI 1997

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- L'ampleur de la financiarisation de l'économie depuis les 1980

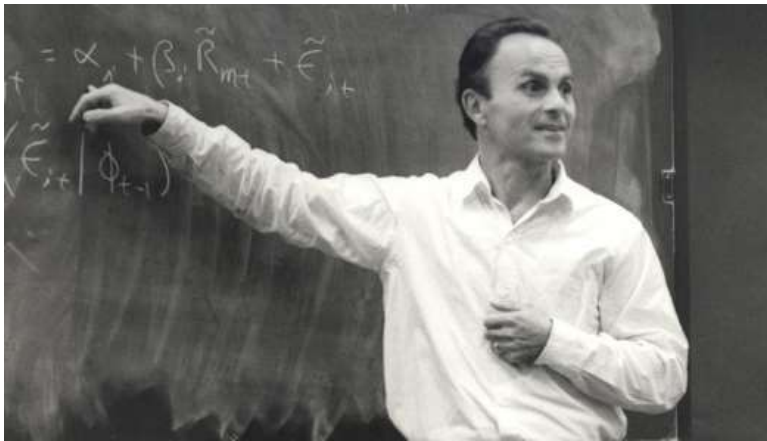


Graphique 1 : Ratio de capitalisation boursière au PIB selon Rajan et Zingales (2001)

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- La libéralisation financière et les « 3D » justifiés par la théorie économique



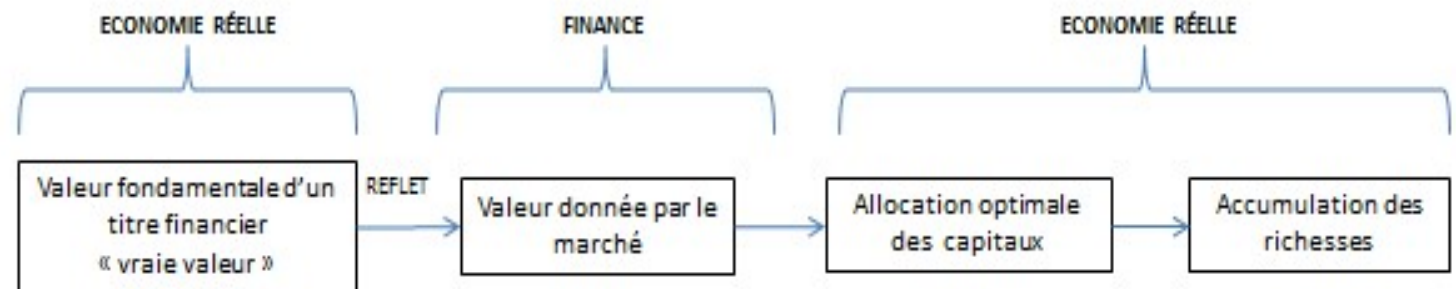
Eugene Francis FAMA (1939- ...)
PN 2013

Hypothèses : CPP et efficience informationnelle

« Sur un marché efficient, la concurrence fera en sorte qu'en moyenne, toutes les conséquences des nouvelles informations quant à la valeur intrinsèque seront instantanément reflétées dans les prix. »

Eugene F. Fama, (1965), « Random walks in stock market prices », Financial Analysts Journal

Théorie du reflet (E. FAMA)



Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- La libéralisation financière et les « 3D » justifiés par la théorie économique



Eugene Francis FAMA (1939- ...)

« les preuves en faveur de l'efficiencia des marchés financiers sont nombreuses, et fait presque unique en science économiques, les preuves allant à l'encontre de cette hypothèse sont rares »

Eugene Fama, 1970, « Efficient Capital Markets : A review of Theory and Empirical Work », The journal of finance.

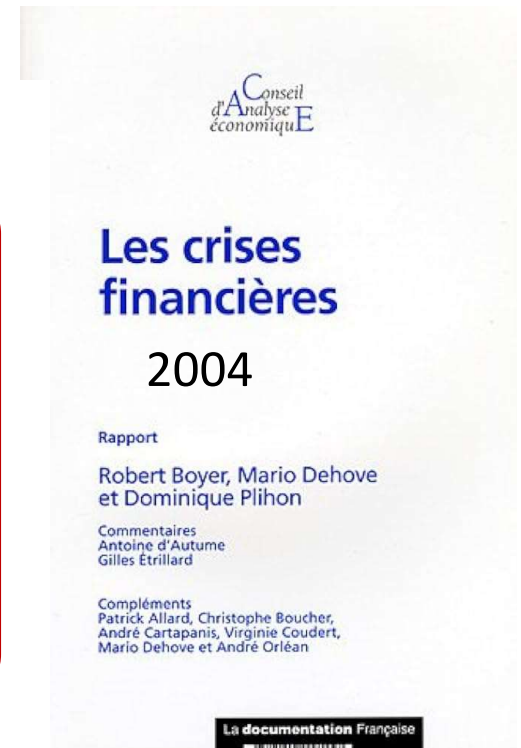
Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- Un retour des crises financières qui invalide la théorie des marchés efficients?

I.1. La fréquence des crises financières varie selon les périodes

	Étalon-or	Entre deux-guerres	Bretton Woods	Après Bretton Woods
Crises bancaires	+	++	-	+
Crises de change	-	+	++	++
Double crise	++	++	-	+
Contrôle des capitaux	-		++	+
Contrôles bancaires	-	-	++	+

Source : Dehove (2003), p. 16.

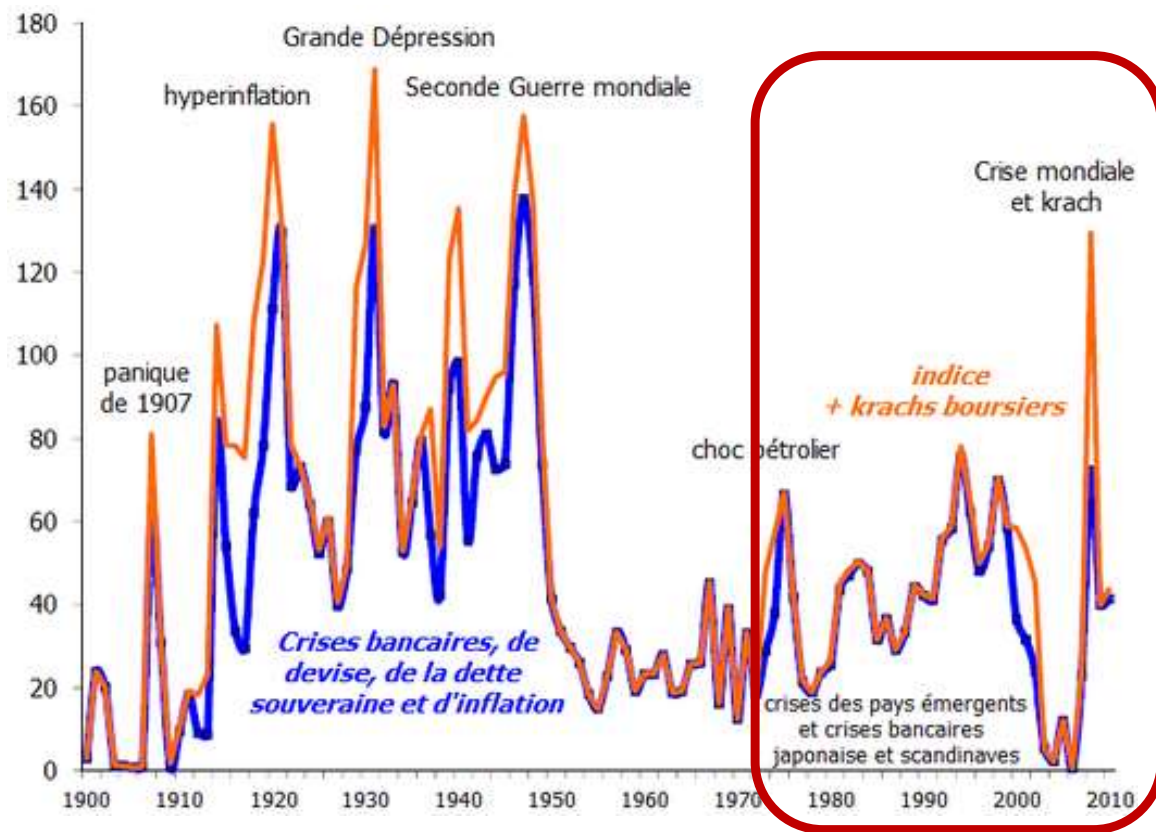


« On est frappé par la réapparition des crises bancaires à partir des années 1970 [...] Toutes formes confondues, la fréquence des crises financières serait [...] passée d'un peu plus de 6% dans la période de Bretton Woods à près de 12 % dans la période postérieure à 1973. »

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- Un retour des crises financières qui invalide la théorie des marchés efficients?



Note : la courbe intitulée « crises bancaires, de devise, de la dette souveraine et d'inflation » est construite à partir d'un indice synthétique de crises (bancaires, de devise, de la dette souveraine et d'inflation) pour 66 pays de l'échantillon pour la période 1800-2010. La courbe intitulée « indice + krachs boursiers » est construite à partir de cet indice synthétique auquel a été ajouté un indice de krachs boursier.

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- Définition de crise financière

déstabilisation du système financier

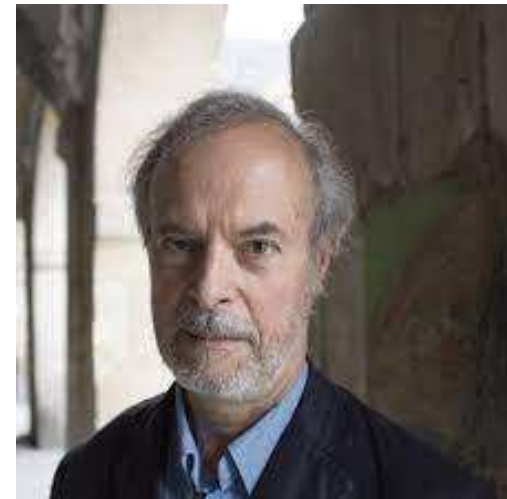


Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- **1929 et 2008, deux « crises historiques du capitalisme* »**

Ce qui les rapproche :

- 1) Leur violence, leur durée
- 2) Le contexte de libéralisme et de fortes inégalités
- 3) leurs répercussions financières, économiques et sociales
- 4) leur caractère systémique
- 5) La nécessité de mettre en place de nouvelles régulations

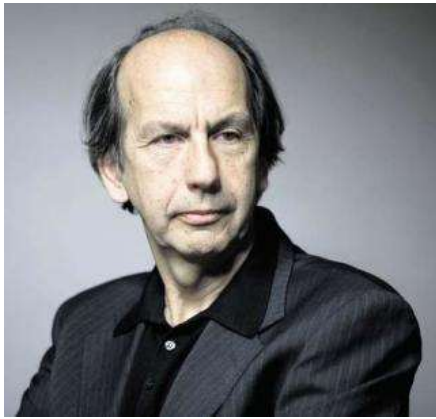


D. Plihon
(1946-)

*Référence : D. Plihon (2013), « Peut-on comparer les grandes crises de 1873, 1929 et 2008 ? »

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- 1929 et 2008, deux crises qui se ressemblent aux enchainements différents



A. Orléan
(1950-...)

« la première observation d'ordre général que suscite la crise des subprimes est son très grand classicisme. Son ampleur est assurément hors norme et demande à être comprise, mais les évolutions et les mécanismes mis en jeu suivent une structure traditionnelle ».

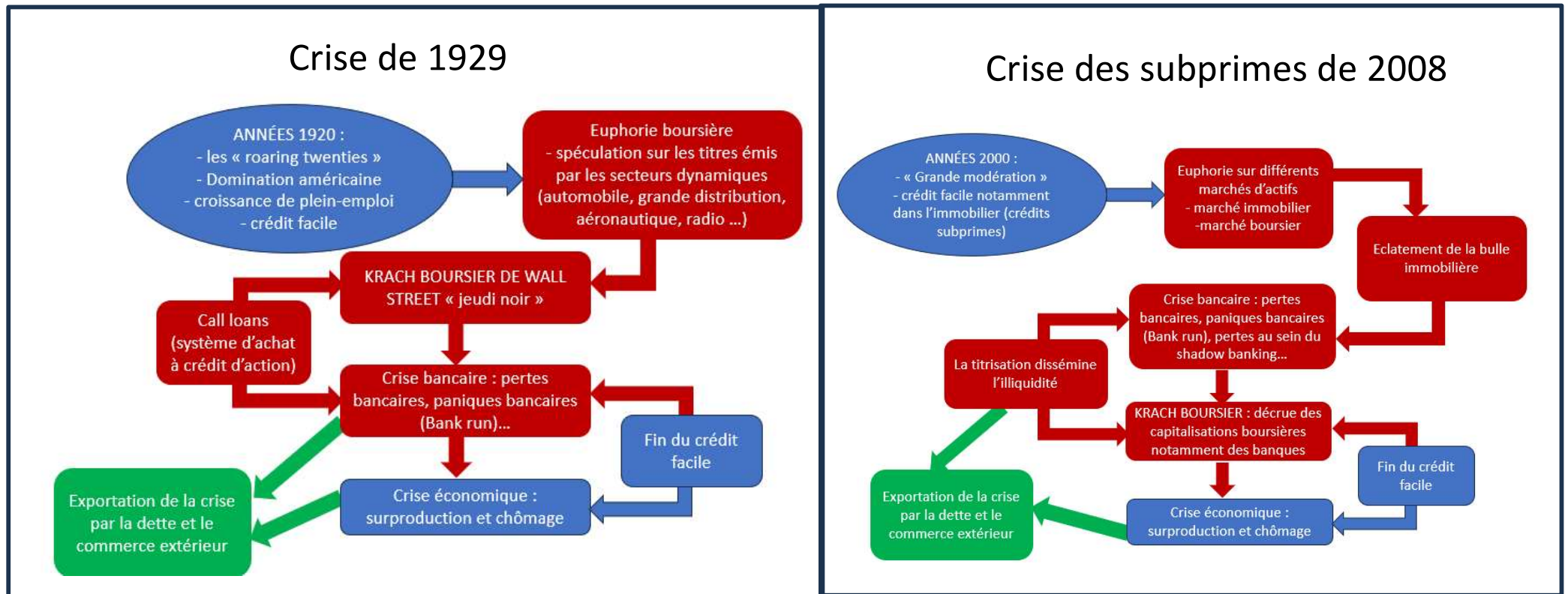
In : *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, 2009

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- 1929 et 2008, deux crises qui se ressemblent mais aux enchaînements différents

📄 voir doc. 1 à 8



Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- 1929 et 2008, deux crises qui se ressemblent aux enchaînements différents

📄 voir doc. 9

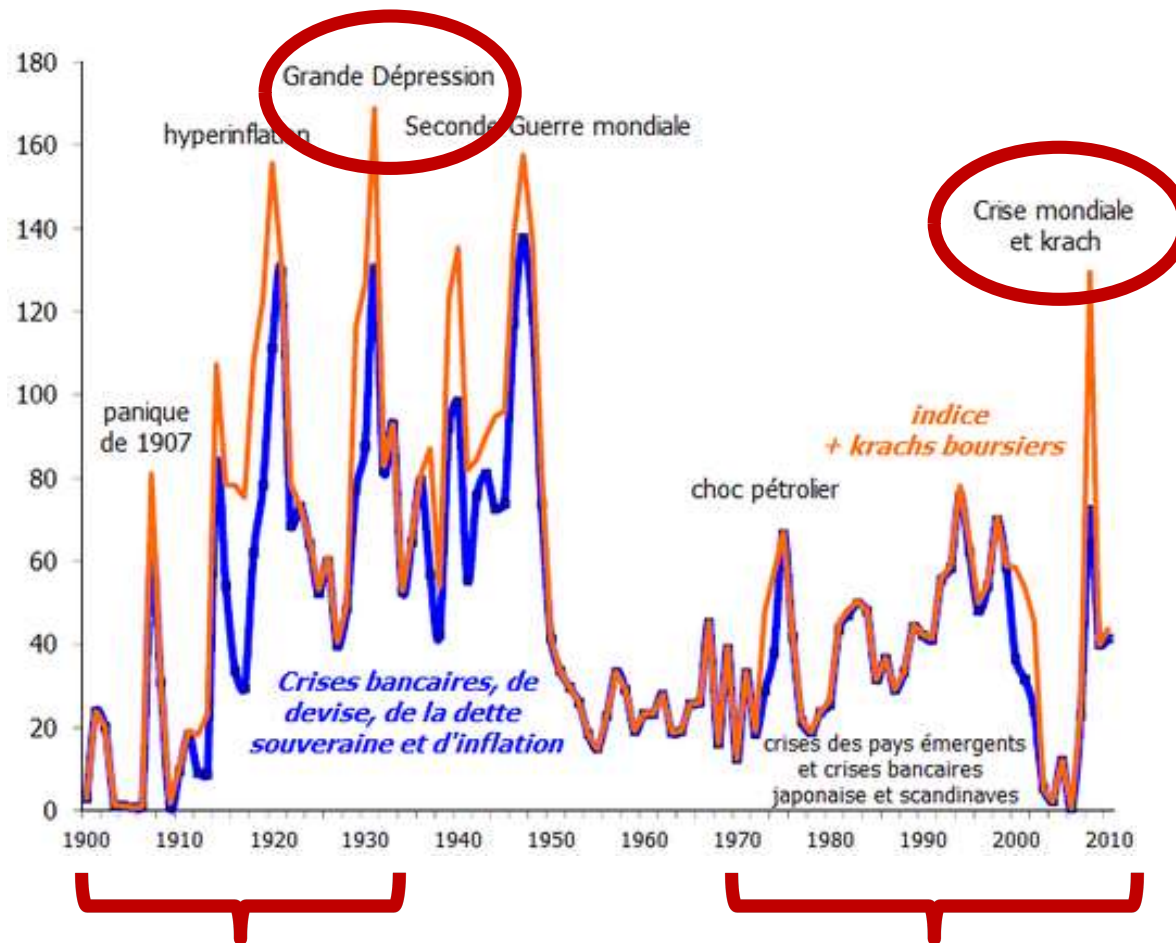
Des crises qui se ressemblent, des enchaînements différents		
	Etats-Unis 1929-1933	Etats-Unis 2007-...
Contexte	Fortes inégalités de revenus ; hausse du Dow Jones, stimulée par les <i>call loans</i>	Fortes inégalités de revenus ; <i>boom</i> spéculatif sur le marché immobilier (crédits <i>subprime</i> , titrisation)
Séquence des événements	A → B → C	C → B → A
Crise boursière (A)	L'indice Dow Jones cesse de monter le 3 octobre et le <i>krach</i> éclate le 24 octobre 1929. Le système des <i>call loans</i> met en difficulté courtiers et banquiers	La titrisation contamine les bilans des établissements financiers et dissémine l'illiquidité. Décrue des capitalisations boursières sur les principales places
Crise bancaire (B)	Existence de multiples établissements de petite taille exposés aux <i>bank runs</i> ; en 1933, près de la moitié des établissements de 1929 sont fermés	Prolifération des intermédiaires et création d'un <i>shadow banking system</i> peu régulé ; la multiplication des défauts impacte ce système parallèle, ainsi que les banques d'investissement
Crise immobilière (C)	En conséquence des faillites bancaires et du niveau de chômage élevé, difficultés du secteur immobilier (en particulier celui de l'habitat rural)	Retournement du marché immobilier après une hausse ininterrompue des prix de 1997 à 2007

Référence : C. Sinapi et alii. « L'analyse des crises : Minsky, après Fisher et Keynes », L'Économie politique, vol. 48, no. 4, 2010, pp. 85-104.

Introduction

Introduction – Théorie des marchés efficients et libéralisation financière

- 1929 et 2008, deux crises qui ont lieu dans une période de finance libéralisée



Référence : Source : Reinhart et Rogoff (2013), Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière. Ed. Pearson. Coll. Les temps changent

Les grandes questions

- Quels sont les nouveaux risques auxquels sont confrontées nos économies ?
- Comment peut-on expliquer les crises financières ?
- Comment peut-on réguler le système financier afin d'éviter le retour systématique des crises financières ?

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle



I. Les « trois D » source de nouveaux risques

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

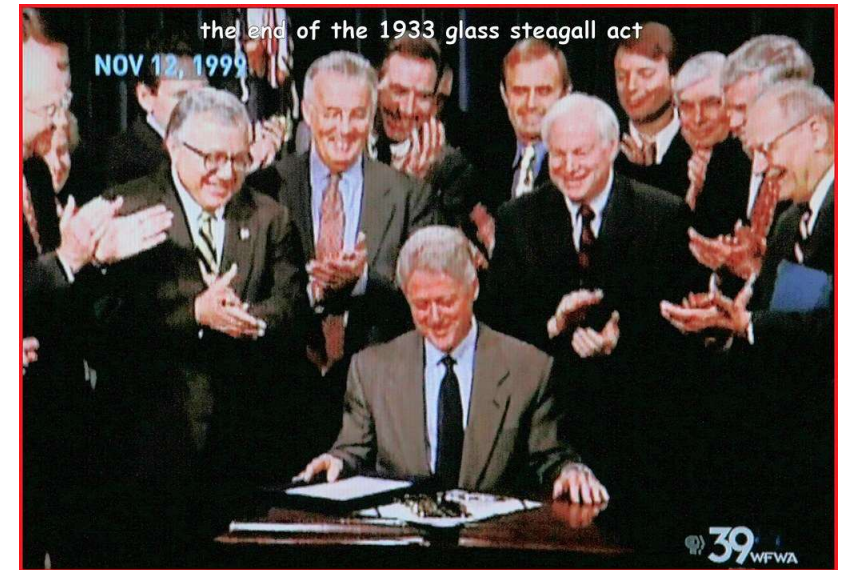
I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- La fin de la spécialisation bancaire



NAISSANCE DE LA BANQUE UNIVERSELLE



**Abrogation définitive du Glass
Steagle act 1999**



Loi bancaire 1984

I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- **La globalisation financière accroît la concurrence dans le système financier**



I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- Les banques s'investissent sur les marchés financiers : trading pour le compte de leurs clients

De l'intermédiation de bilan...



... l'intermédiation de marché



=> développement des activités dites « hors-bilan »

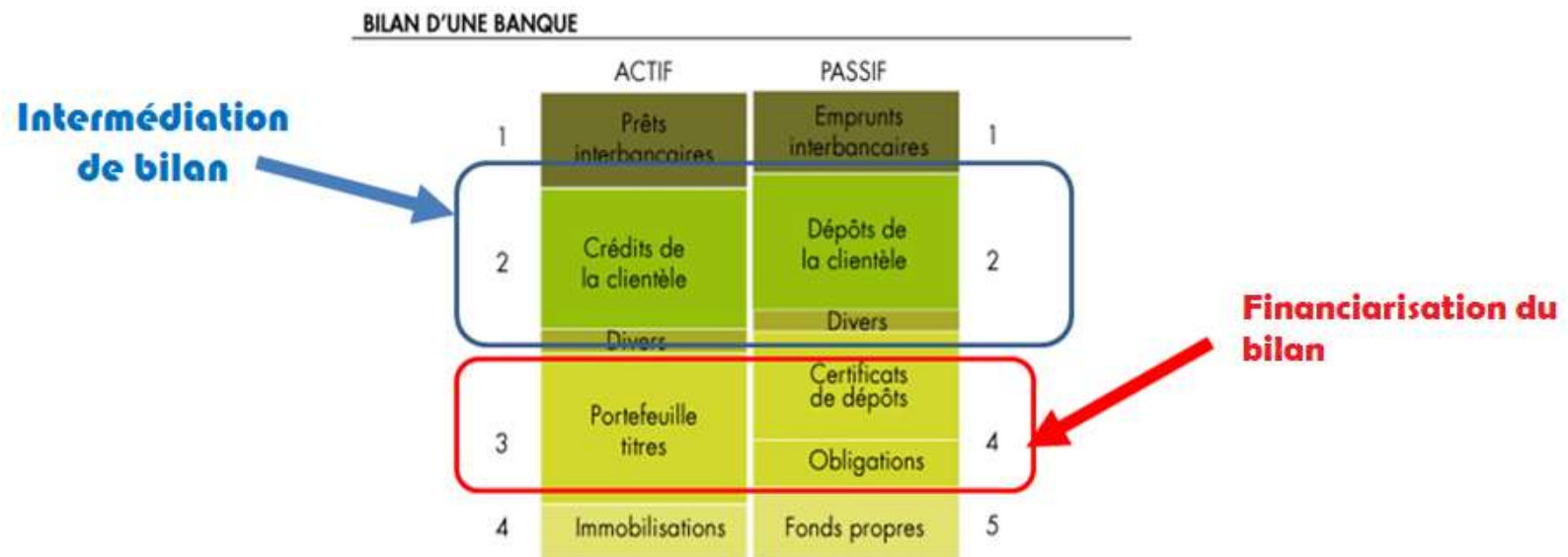
* IF : institution financière

I - Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- Les banques s'investissent sur les marchés financiers : trading pour leur compte propre

Une financiarisation du bilan des banques



I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- De nouveaux risques liés à la financiarisation de leur bilan :
l'exposition plus forte au risque de marché

 voir doc. 5

Classement des plus fortes dépréciations d'actifs liées aux subprimes par institutions financières

Institutions	Montant des dépréciations (en mds USD)	Institutions	Montant des dépréciations (en mds USD)
<i>Wachovia Corporation</i>	96,5	<i>IKB Deutsche</i>	12,8
<i>Citygroup Inc.</i>	68,1	<i>Deutsche Bank AG</i>	11,6
<i>Merrill Lynch</i>	55,9	<i>ING Groep N.V.</i>	9,3
<i>UBS AG</i>	48,6	<i>HBOS Plc</i>	9,3
<i>Washington Mutual</i>	45,6	<i>Fortis</i>	8,2
<i>HSBC Holding</i>	33,1	<i>Crédit agricole</i>	7,7
<i>Bank of America</i>	27,4	<i>Société générale</i>	7,5
<i>National City Corp.</i>	26,2	<i>Barclays</i>	6,5
<i>JPMorgan Chase</i>	20,5	<i>Bayerische Landes</i>	6,1
<i>Wells Fargo</i>	17,7	<i>BNP Paribas</i>	5,3
<i>Morgan Stanley</i>	15,7	<i>Hypo Real Estate</i>	5
<i>Royal Bank of Scotland</i>	15,1	<i>Goldman Sachs</i>	4,9
<i>Lehman Brothers</i>	13,8	<i>Dresdner Bank</i>	4,5
<i>Crédit Suisse</i>	13,3	<i>NATIXIS</i>	4,3

Patrick Arthus et alii, De la crise des subprimes à la crise mondiale, La documentation Française, Paris, 2009, p. 55.
D'après Bloomberg et Presse. Classement réalisé au deuxième trimestre 2009.

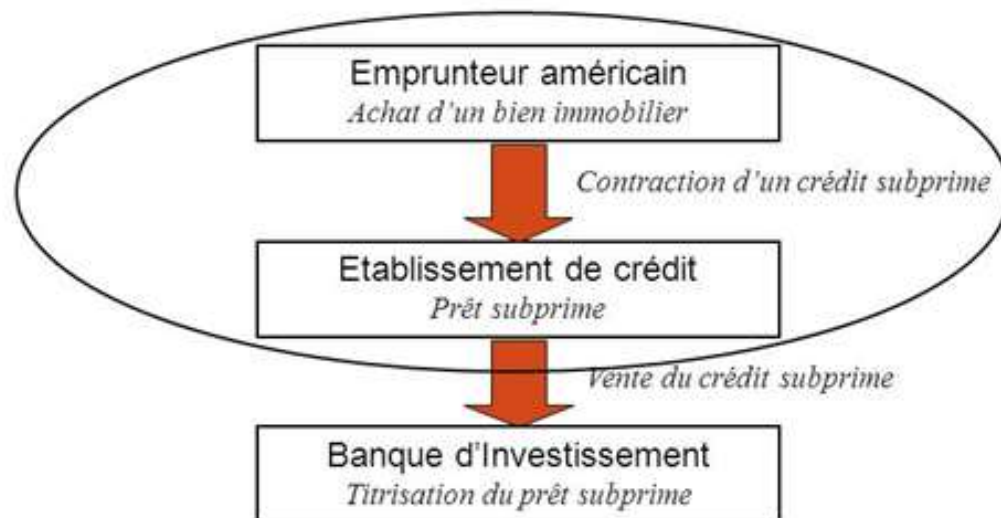
I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- **Les banques recourent à la *titrisation*** : la transformation des crédits en titres négociables sur les marchés financiers.

📄 voir doc. 5 et 23

Du crédit sub-prime à la créance titrisée



Une innovation financière qui démultiplie les possibilités de crédits et permet de contourner les règles prudentielles (ratio de solvabilité)

I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- **Avantages et inconvénients de la titrisation pour les banques :**

 voir doc. 5 et 23

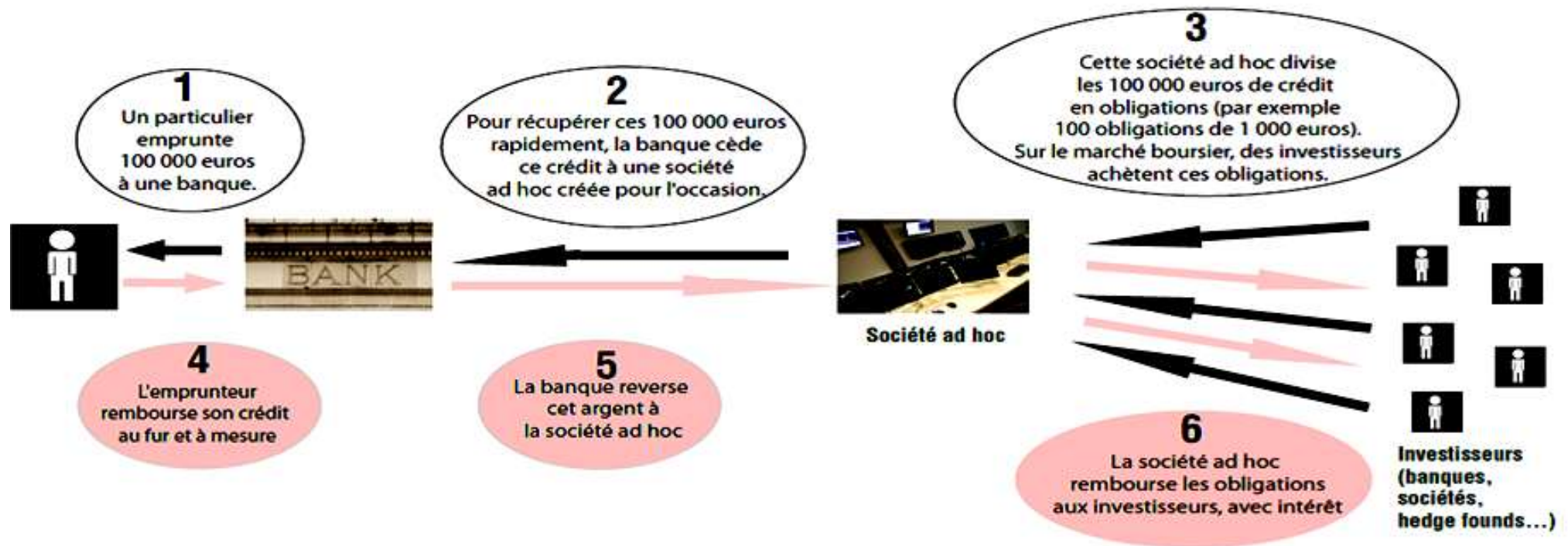
Avantages de la titrisation	Inconvénients de la titrisation
<ul style="list-style-type: none">- Transfert du risque de crédit sur un autre agent- Augmentation des capacités de prêt grâce à un retour rapide de fonds	<ul style="list-style-type: none">- Moindre vigilance et prudence des banques vis-à-vis des crédits accordés.- Une augmentation artificielle des fonds propres disponibles pour faire face aux risques des crédits octroyés lorsque ceux-ci sont vendus à des entités qui appartiennent au même groupe

I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- De nouveaux risques : la chaîne de titrisation et la dissémination du risque de crédit et d'illiquidité

voir doc. 5 et 23



VIDEO : « La crise des subprimes et la titrisation »- 31 mar 2008; 01m 55s

L'économiste Daniel Cohen explique le lien entre la crise des subprimes et la titrisation.

<https://sites.ina.fr/images-de-crisis/focus/chapitre/5/medias/P14316687>

I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- De nouveaux risques : la chaîne de titrisation et la dissémination du risque de crédit et d'illiquidité

voir doc. 5 et 23

L'exemple de la crise des subprimes



I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

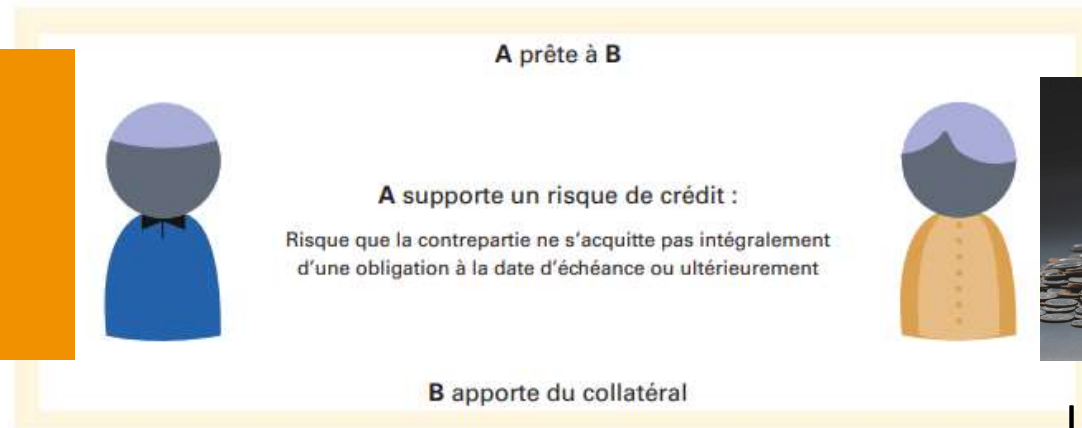
- De nouveaux risques : la chaîne de titrisation et la dissémination du risque de crédit et d'illiquidité

📄 voir doc. 5, 23, et 25

L'exemple de la crise des subprimes



La banque
supporte un risque
de crédit qu'elle
souhaite couvrir



Le collatéral est l'actif
remis en contrepartie
de l'emprunt
(garantie financière)

La spirale d'illiquidité : ventes forcées -> baisse du prix du collatéral (bien immobilier) -> hausse du risque de défaut des emprunteurs -> pertes bancaires et financières -> contamination de la chaîne de titrisation -> crises d'illiquidité

I- Les 3D source de nouveaux risques

A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires

- De nouveaux risques : la chaîne de titrisation et la dissémination du risque de crédit et d'illiquidité

voir doc. 5 et 23

L'exemple de la crise des subprimes

Résultats net des grandes banques

	Résultats			Variations en %
	4 ^e trimestre 2007	3 ^e trimestre 2007	3 ^e trimestre 2006	3 ^e trimestre 2007-2006
Principales banques américaines (en milliards de dollars)				
• Bank of America	3,3	3,7	5,44	- 32,0
• Goldman Sachs	3,22	2,85	1,59	79,0
• JP Morgan	3	3,3	3,24	2,0
• Citigroup	- 9,83	2,4	5,58	- 57,0
• Merrill Lynch	- 7,8	- 2,24	3,00	- 174,7
Principales banques européennes (en milliards d'euros)				
• UBS	- 7,57	- 0,495	1,4	- 135,4
• Société générale	- 3,35	1,12	1,27	- 11,8
• Deutsche Bank	0,77	1,4	1,20	16,7
• Fortis banque	-	0,8	0,9	- 11,1
• BNP Paribas	1,0	2,03	1,68	20,8
• Crédit agricole	-	0,95	1,15	- 17,4

Source : Natixis.

Source : Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard, (2008), « La crise des subprimes », rapport du CAE, n°78

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

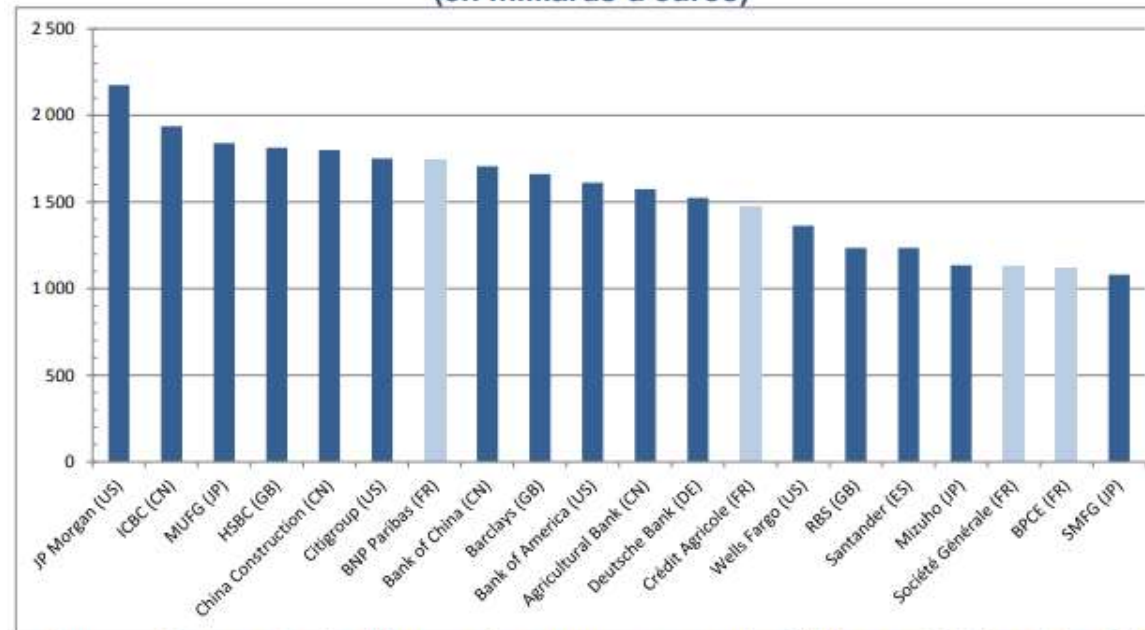
I- Les 3D source de nouveaux risques

B. Les risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques

- Face à la concurrence accrue, les banques réalisent des fusions-acquisitions et deviennent des mastodontes au pied d'argile.

📄 voir doc.35, 22 et 23

20 premiers groupes bancaires mondiaux par la taille de leur bilan
(en milliards d'euros)



Source : Documents de référence des groupes concernés. Chiffres au 31 décembre 2013, sauf pour les groupes japonais, au 31 mars 2014. Les données sont présentées selon le référentiel comptable en vigueur dans chaque juridiction (IFRS, USGAAP, JGAAP, etc...).

Vidéo : <https://www.ina.fr/video/3804921001011>

Rétrospective 2008 : l'économie, Edition nationale, video 30 déc. 2008, 03min 32s

I- Les 3D source de nouveaux risques

B. Les risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques

- La forte concentration bancaire révèle le problème du « too big to fail » des banques systémiques

📄 voir doc. 22 et 23



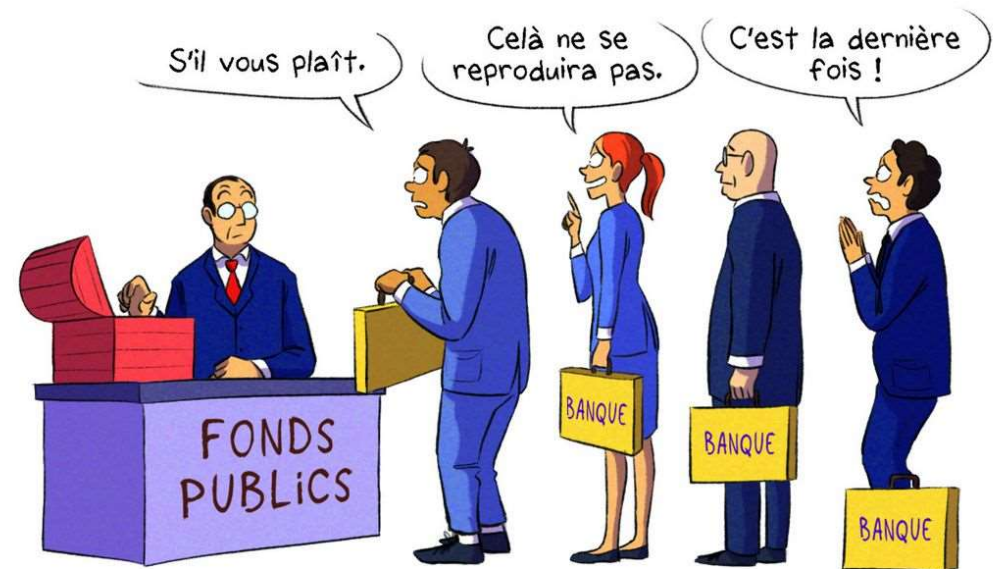
Banque dont « la faillite désordonnée, en raison de leur taille, complexité et de leur interconnexion, causerait des troubles importants au système financier dans son ensemble et à l'activité économique » Conseil de stabilité financière (FSB, 2011)

I- Les 3D source de nouveaux risques

B. Les risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques

- Le sauvetage systématique par les pouvoirs publics crée un sérieux problème d'aléa moral

📄 voir doc. 22, 23 et 36



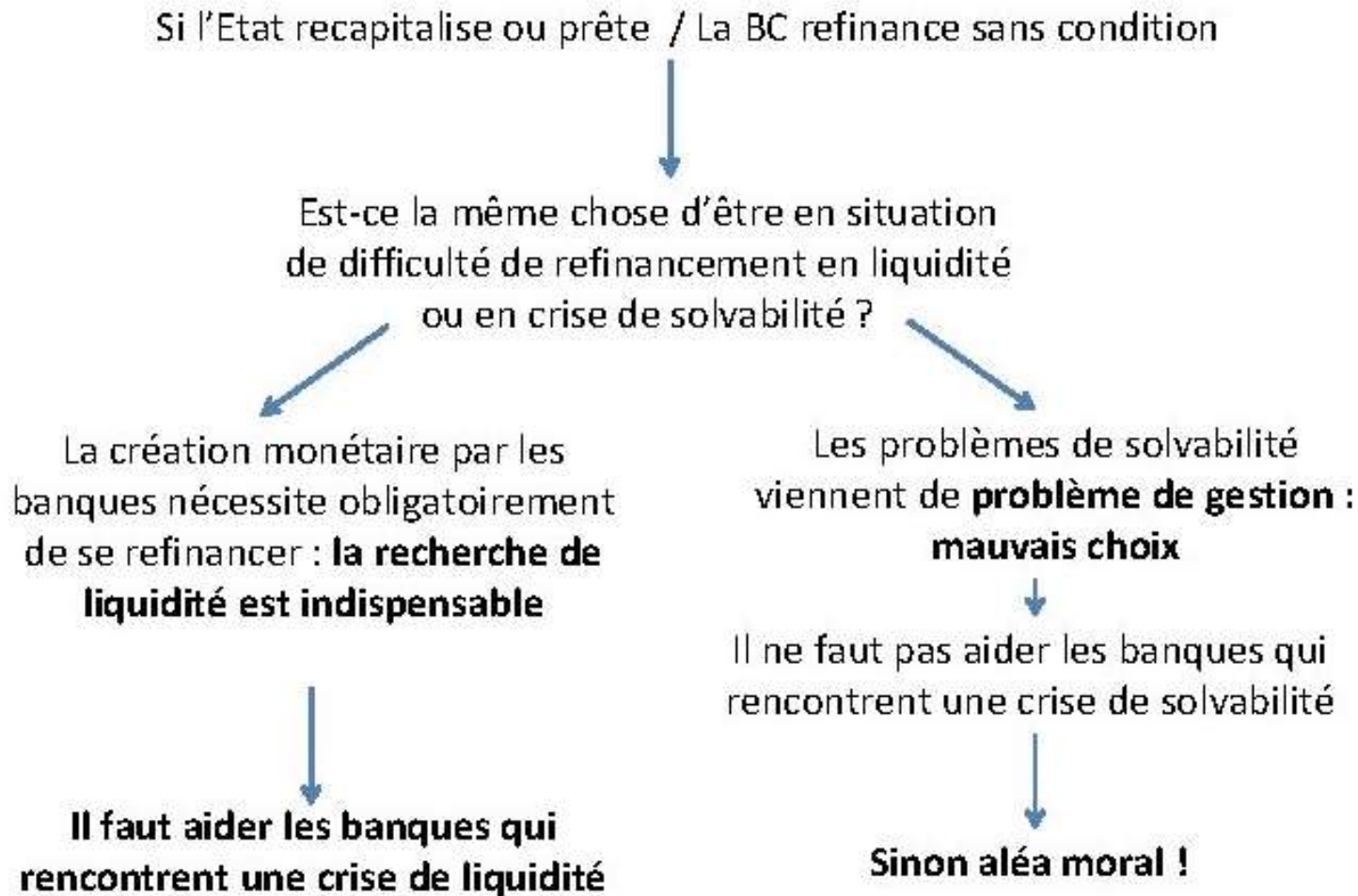
© Belin Éducation/Humensis, 2020 Sciences économiques et sociales Term
© Bernadoux Pauline

I- Les 3D source de nouveaux risques

B. Les risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques

- **Les difficultés de la pratique du « prêteur en dernier ressort »**

📄 voir doc. 22, 23 et 36



D'après W. Bagehot (1873), *Lombard street. Des crises financières et du moyen d'y remédier.*

I- Les 3D source de nouveaux risques

B. Les risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques

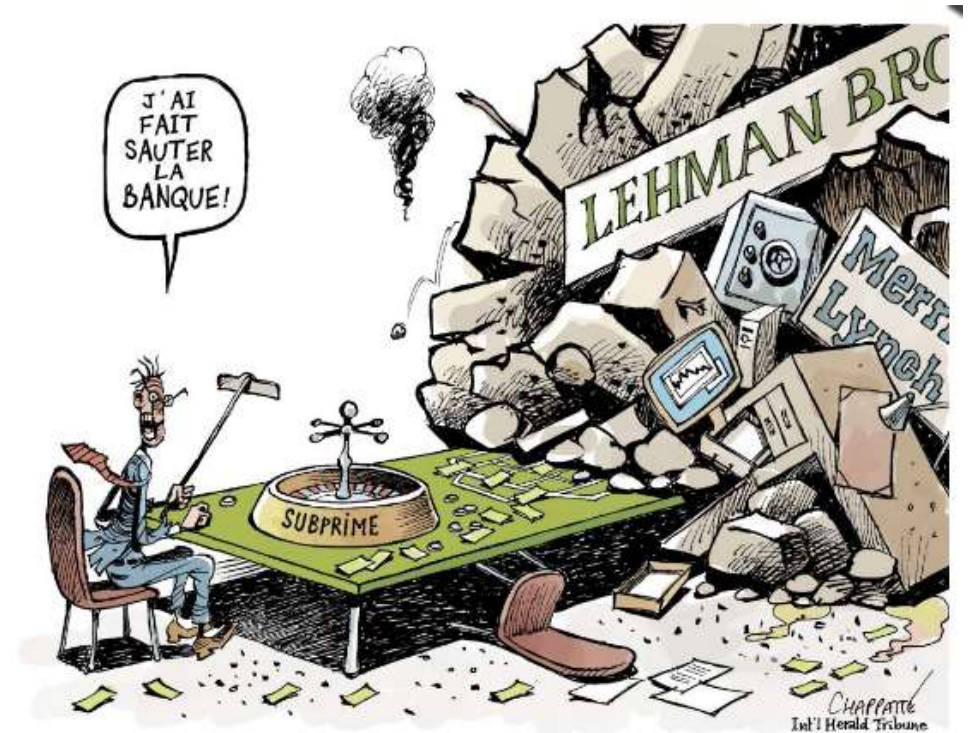
- **Le développement des banques systémiques crée de nouveaux risques**

📄 voir doc. 22 et 23

Le risque systémique

« C'est l'apparition d'équilibres anormaux, c'est-à-dire socialement inefficients, dans lesquels un système économique peut se trouver enlisé du fait que les comportements individuels rationnels ne produisent pas d'ajustement de marché spontané qui puissent faire sortir le système de l'état macroéconomique défavorable dans lequel il se trouve ».

M. Aglietta, P. Moutot, (1993), « Le risque de système »



I- Les 3D source de nouveaux risques

B. Les risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques

- Le développement des banques systémiques crée de nouveaux risques

Deux facteurs du risque systémique à l'échelle mondiale

Le développement
des banques
systémiques



L'interdépendance
des acteurs
financiers avec la
titrisation

Mike Luckovich

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

I- Les 3D source de nouveaux risques

C. Les risques liés au développement du shadow banking

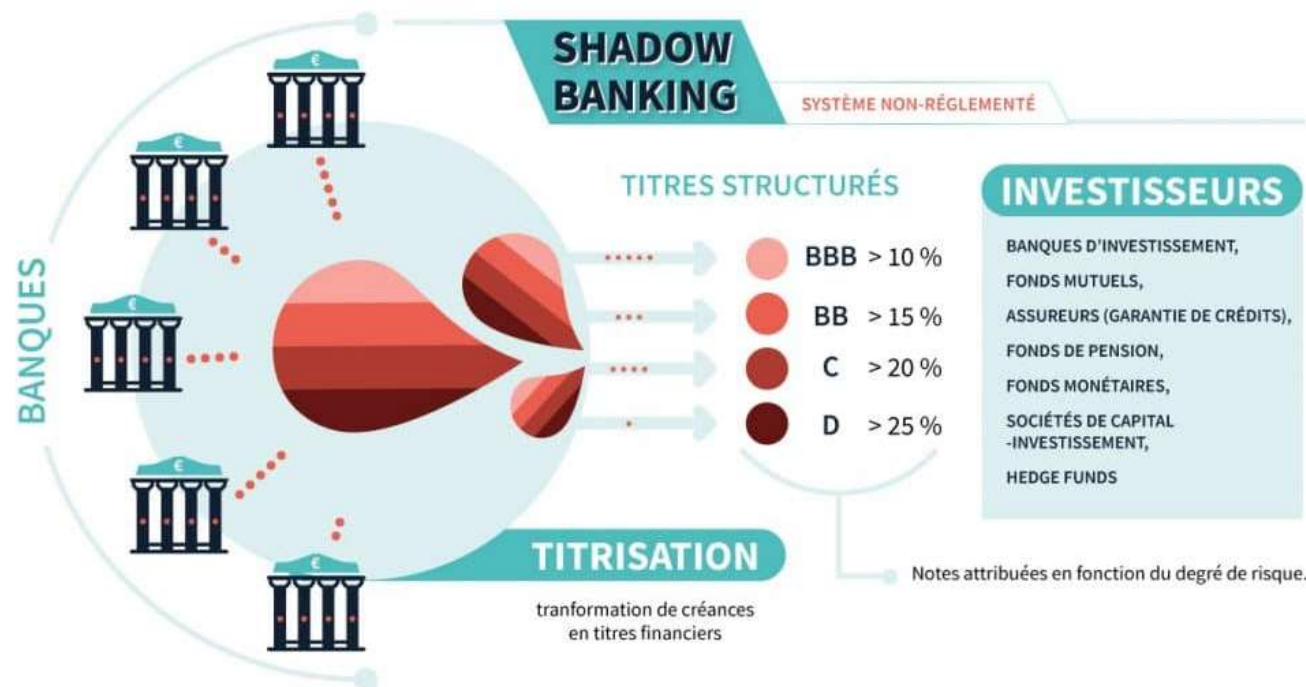
• Le développement du shadow banking

📄 voir doc. 5 et 23

« Le shadow banking correspond à une série d'institutions et de marchés financiers qui mènent des activités bancaires classiques sans être des banques, et donc à la marge des régulations et garanties en vigueur » - Discours à New York en 2012



Ben Bernanke
Pdt FED 2006-2014



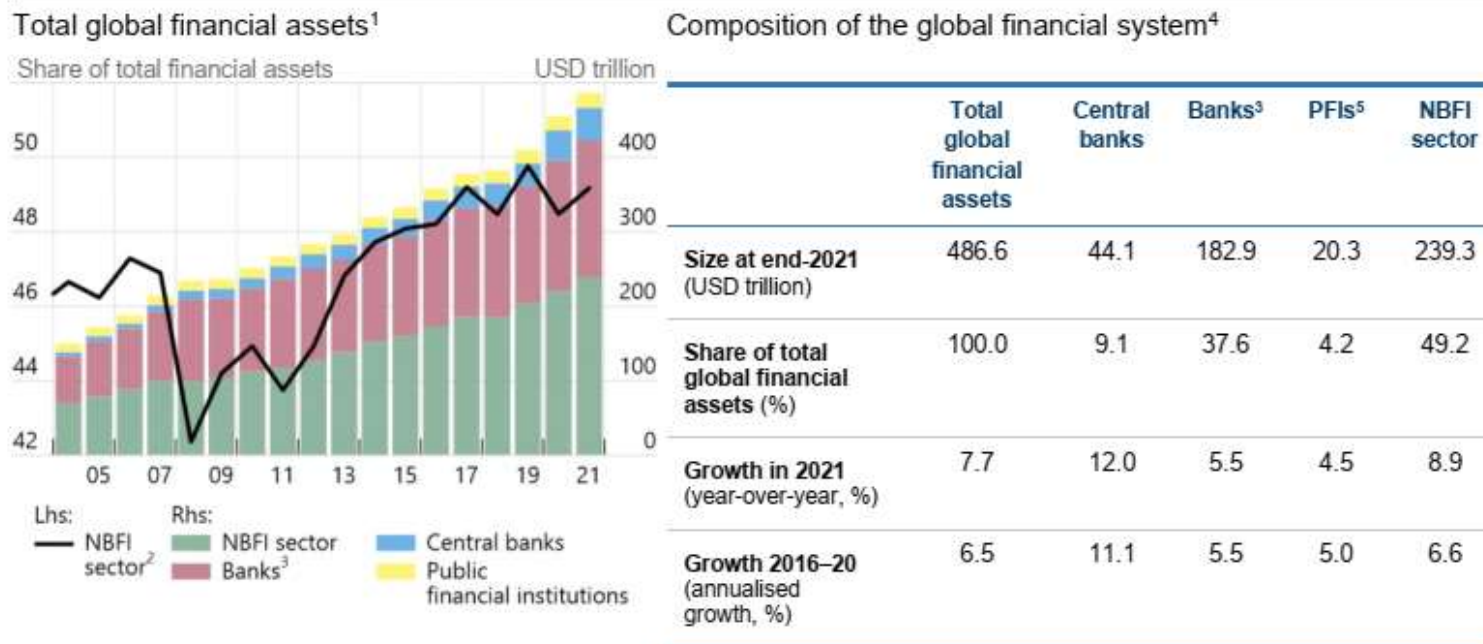
I- Les 3D source de nouveaux risques

C. Les risques liés au développement du shadow banking

- Le développement du shadow banking



Le FSB propose une définition large du shadow banking qui correspond au secteur de l'intermédiation financière non bancaire.



¹ Includes data for Russia up until 2020. ² NBFI includes ICs, PFs, OFIs and financial auxiliaries. ³ All deposit-taking corporations. ⁴ Does not include data for Russia. ⁵ Public financial institutions.

Source: Jurisdictions' 2022 submissions (national sector balance sheet and other data) and 2021 submission for Russia; FSB calculations.

I- Les 3D source de nouveaux risques

C. Les risques liés au développement du shadow banking

- Le développement du shadow banking

Il possède presque la moitié des actifs financiers, ce qui est plus que ceux détenus par les banques

Composition of the global financial system⁴

	Total global financial assets	Central banks	Banks ³	PFIs ⁵	NBFI sector
Size at end-2021 (USD trillion)	486.6	44.1	182.9	20.3	239.3
Share of total global financial assets (%)	100.0	9.1	37.6	4.2	49.2
Growth in 2021 (year-over-year, %)	7.7	12.0	5.5	4.5	8.9
Growth 2016–20 (annualised growth, %)	6.5	11.1	5.5	5.0	6.6

I- Les 3D source de nouveaux risques

C. Les risques liés au développement du shadow banking

- Le développement du shadow banking

En 2021, son poids augmente plus fortement que celui des banques

Composition of the global financial system⁴

	Total global financial assets	Central banks	Banks ³	PFIs ⁵	NBFI sector
Size at end-2021 (USD trillion)	486.6	44.1	182.9	20.3	239.3
Share of total global financial assets (%)	100.0	9.1	37.6	4.2	49.2
Growth in 2021 (year-over-year, %)	7.7	12.0	5.5	4.5	8.9
Growth 2016–20 (annualised growth, %)	6.5	11.1	5.5	5.0	6.6

I- Les 3D source de nouveaux risques

C. Les risques liés au développement du shadow banking

- Pourquoi le shadow banking prospère-t-il?

 voir doc. 5 et 23

COTE OFFRE	COTE DEMANDE
<ul style="list-style-type: none">- NTIC et montages financiers complexes possibles (titrisation).- secteur moins réglementé, contournement de la réglementation bancaire (ratios de solvabilité applicables aux banques)	<ul style="list-style-type: none">- recherche de rendements plus élevés dans un contexte de faibles taux d'intérêts bancaires dans les PDEM- prise de risque couverte par le principe du « too big to fail »

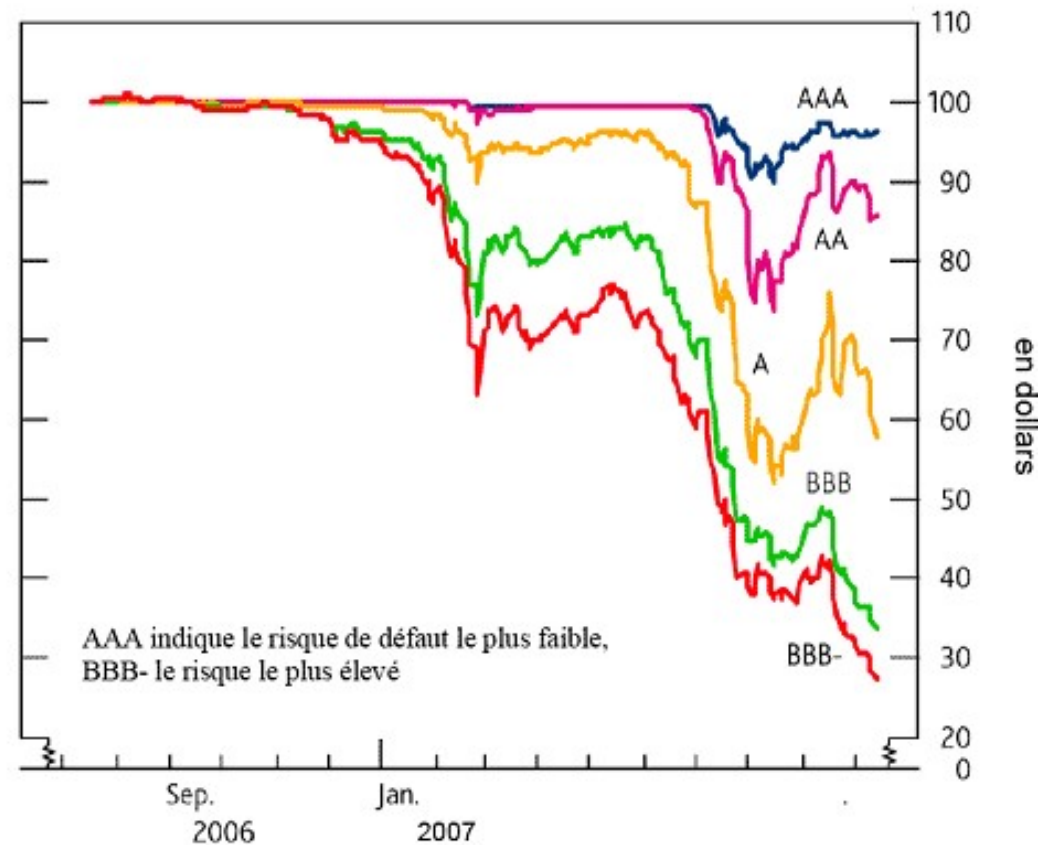
I- Les 3D source de nouveaux risques

C. Les risques liés au développement du shadow banking

- De nouveaux risques portés par le shadow banking

Des spirales d'illiquidités qui alimentent le risque systémique

Evolution de la valeur des dérivés de crédit adossés aux crédits subprime, selon leurs niveaux de risque



Source : Bank of England, JP Morgan Chase & Co.
Données réunies et mises en forme pour la Fondation Robert Schuman, © FRS

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

.....
.....

II- Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés?



Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

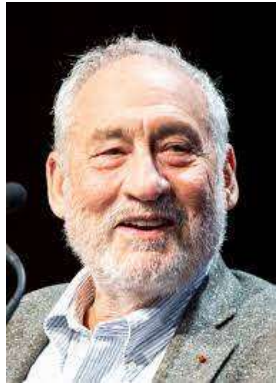
III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information

- L'information parfaite est une condition nécessaire et suffisante à l'efficience des marchés



J. STIGLITZ
(1943-...)
PN 2001

Le paradoxe Grossman-Stiglitz

« On the impossibility of informationally efficient markets », (1980)

Hypothèses:

- accès payant à l'information
- efficience informationnelle : le prix reflète toute l'information disponible

Paradoxe : aucun agent n'est disposé à payer le prix (pb du free rider)

Résultat : quand l'information est asymétrique, les marchés deviennent incapables d'évaluer les prix des actifs. -> des bulles peuvent exister



S. GROSSMAN
(1953-...)

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information

- Les asymétries d'informations engendrent un risque d'antisélection



G. AKERLOF
(1940-...)
PN 2001

En présence d'asymétrie d'information, « les mauvaises voitures (« lemons ») chassent les bonnes » conduisant à un problème d'antisélection qui fait disparaître le marché des voitures d'occasions.



II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information

- **Les asymétries d'informations engendrent un risque d'antisélection... et donc alimentent le krach boursier**

« En raison de la complexité des produits structurés [...], leurs émetteurs, grâce à l'information dont ils disposaient, étaient avantagés au moment d'en faire l'évaluation. Privés de cette information, les acheteurs ne pouvaient pas savoir si les titres offerts l'étaient en raison de leur mauvaise qualité ou des besoins de liquidité soudains du vendeur.

L'antisélection qui en a découlé a provoqué la paralysie des marchés, les acheteurs étant convaincus que la plupart des titres disponibles sur le marché n'étaient pas de bonne qualité. À titre d'exemple, la demande de titres adossés à des actifs (TAA) aux États-Unis s'est effondrée pendant la crise, passant de 500 milliards de dollars en 2007 à 20 milliards en 2009. (...) , la décote concernant les TAA, qui était de 3 à 5 % en août 2007, atteignait entre 40 et 50 % un an plus tard. »



K. KIRABAEVA
Economiste au FMI

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information

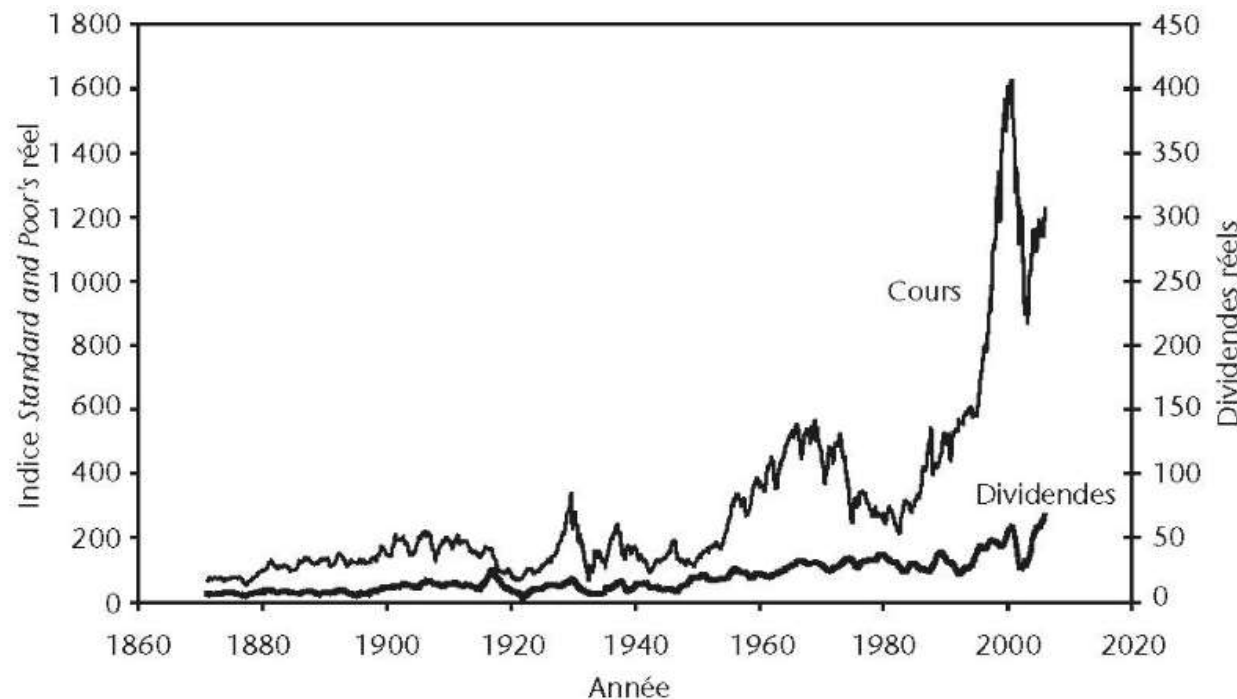
- Information et rationalité imparfaites : la volatilité excessive des prix

📄 voir doc. 14

La volatilité excessive des marchés financiers
« Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent
Changes in Dividends », (1981)



R. SHILLER
(1946-)
PN 2013



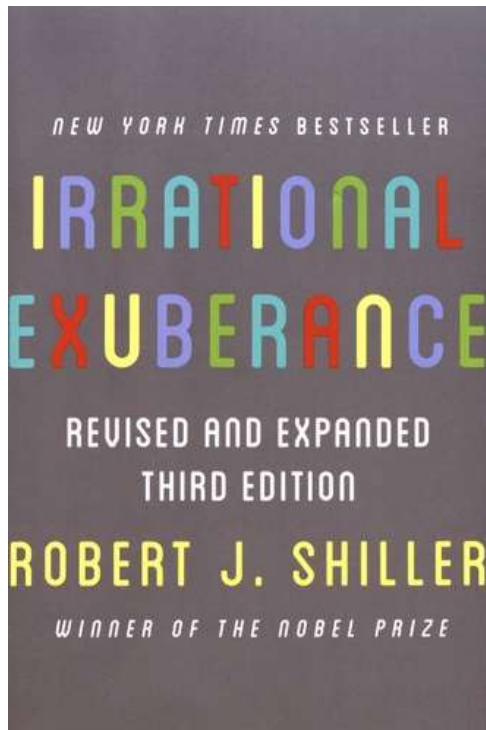
II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information

- **Information et rationalité imparfaites : la volatilité excessive des prix**

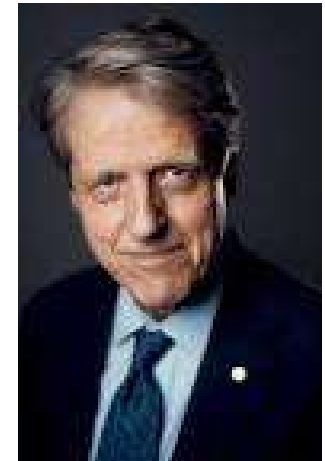
📄 voir doc. 15

Le rôle des comportements mimétiques



2005 (2^{ème} édition)

Une bulle spéculative correspond à « une situation dans laquelle les nouvelles d'augmentations de prix suscitent l'enthousiasme des investisseurs qui se propage par contagion psychologique d'une personne à l'autre, amplifiant ainsi les histoires qui pourraient justifier l'augmentation des prix et attirant une classe de plus en plus large d'investisseurs qui, malgré les doutes sur la vraie valeur de l'investissement, y sont attirés en partie par l'envie des succès des autres et en partie par l'enthousiasme du joueur. »



R. SHILLER
(1946-)
PN 2013

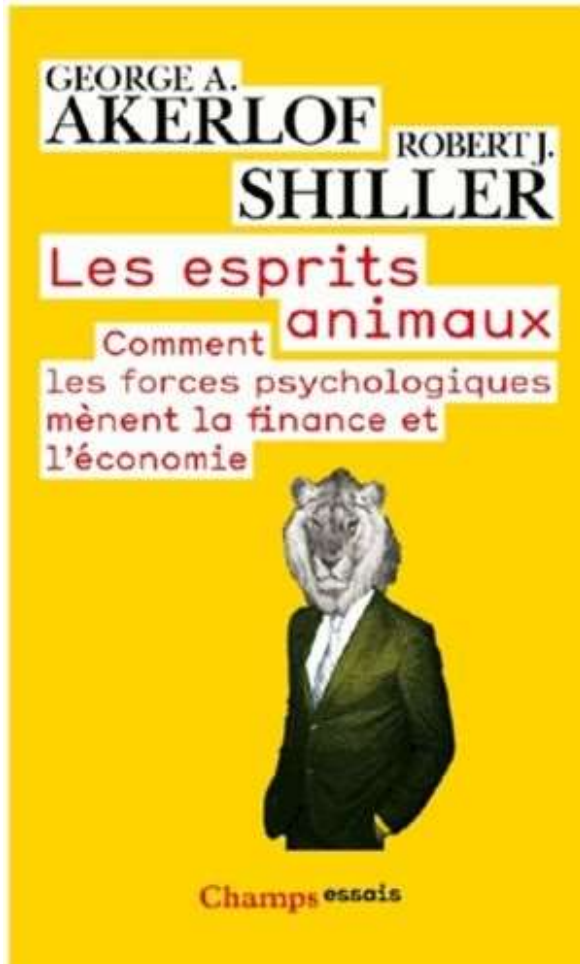
II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information

- Information et rationalité imparfaites : la volatilité excessive des prix

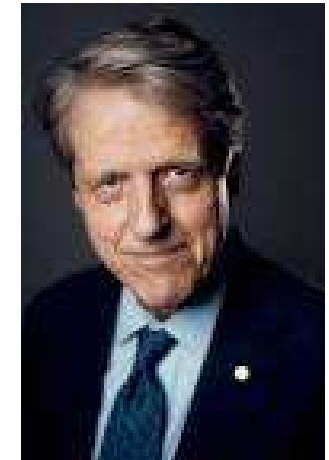
📄 voir doc. 15

Les comportements mimétiques sont des « esprits animaux »



G. AKERLOF
(1940-...)
PN 2001

La métaphore de la
« pomme golden »



R. SHILLER
(1946-)
PN 2013

« Les actions auxquelles personne ne croit mais qui se maintiennent sont les Golden du monde de l'investissement ».

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

B. Des crises financières dues à des chocs exogènes

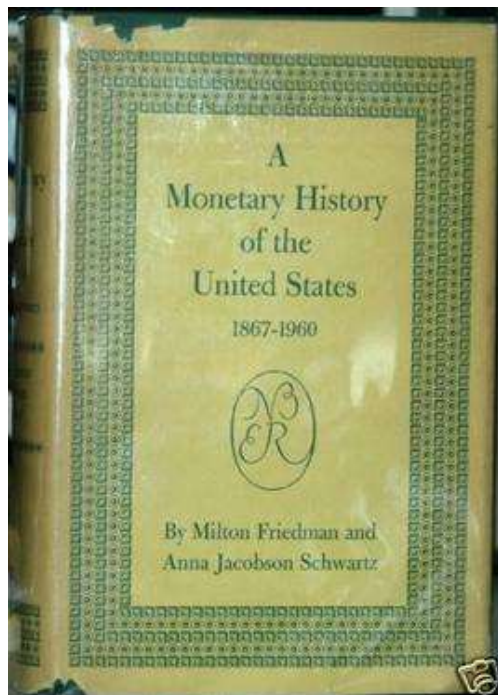
- La perturbation des marchés par l'intervention publique

📄 voir doc. 1 à 4



Ana SCHWARTZ et Milton FRIEDMAN

Les erreurs de la FED en 1929 : Une politique monétaire trop accommodante avant crise et trop restrictive au moment de la crise.



A monetary history of the united states 1867-1960. 1^{ère} Ed 1963

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

B. Des crises financières dues à des chocs exogènes

- La perturbation des marchés par l'intervention publique

📄 voir doc. 1 à 4



Ana SCHWARTZ et Milton FRIEDMAN
(1963) *A monetary history of the
united states 1867-1960*

Les faillites bancaires ont entraîné une baisse du multiplicateur monétaire, lesquelles ont généré, à travers ce canal, une contraction de l'offre de monnaie et de l'activité réelle.

L'offre monétaire M2



Indice à la production Industrielle



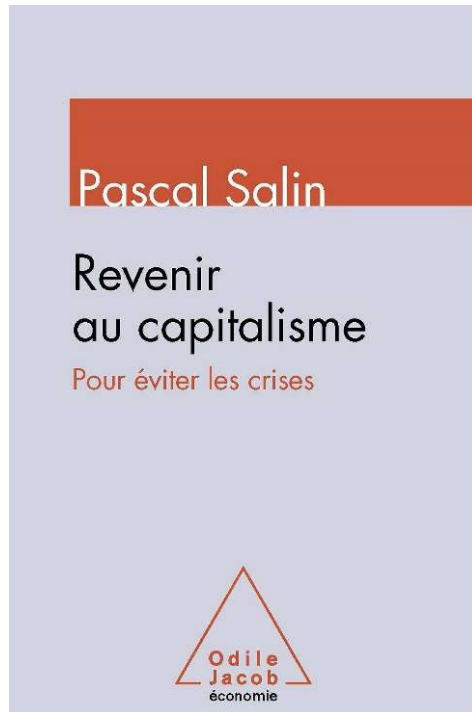
C. Diebolt, A. Parent, J. Trabelsi (2011), « Comment la croissance américaine aurait elle réagi à une politique monétaire expansionniste en 1929? » Cliométrie. Nr 10

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

B. Des crises financières dues à des chocs exogènes

- La perturbation des marchés par l'intervention publique

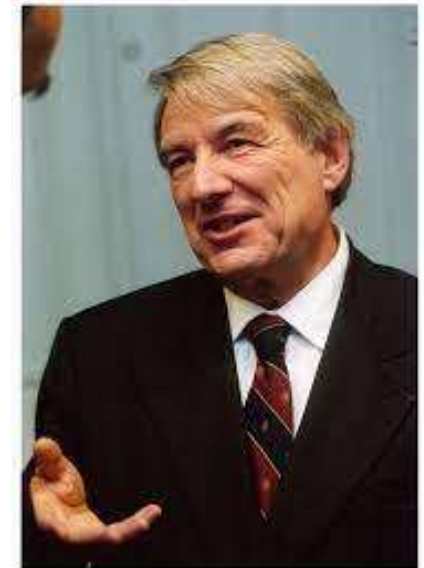
📄 voir doc. 22, 23



(2012)

Les pouvoirs publics sont responsables de la crise de 2008.

- Une politique monétaire déstabilisatrice (*diapo 66-67*)
- Une politique du logement laxiste
- Une régulation financière inadaptée



Pascal SALIN
(1939-)

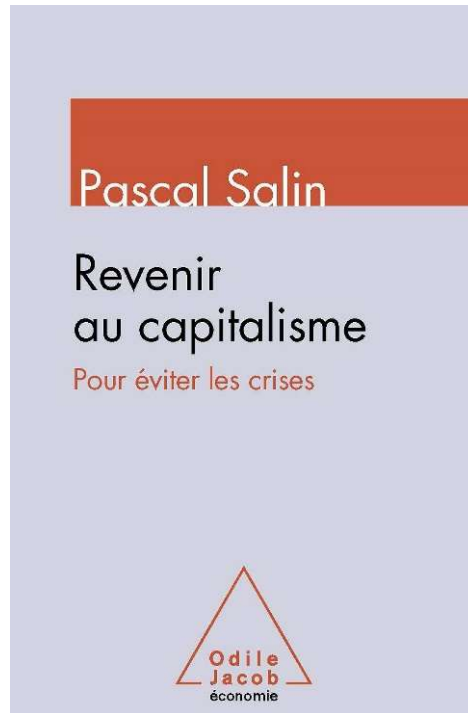
Vidéo : du 16 mars 2010 organisée avec le réseau <http://www.reseau-lhc.net/> :
<https://www.dailymotion.com/video/xcmils>

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

B. Des crises financières dues à des chocs exogènes

- La perturbation des marchés par l'intervention publique

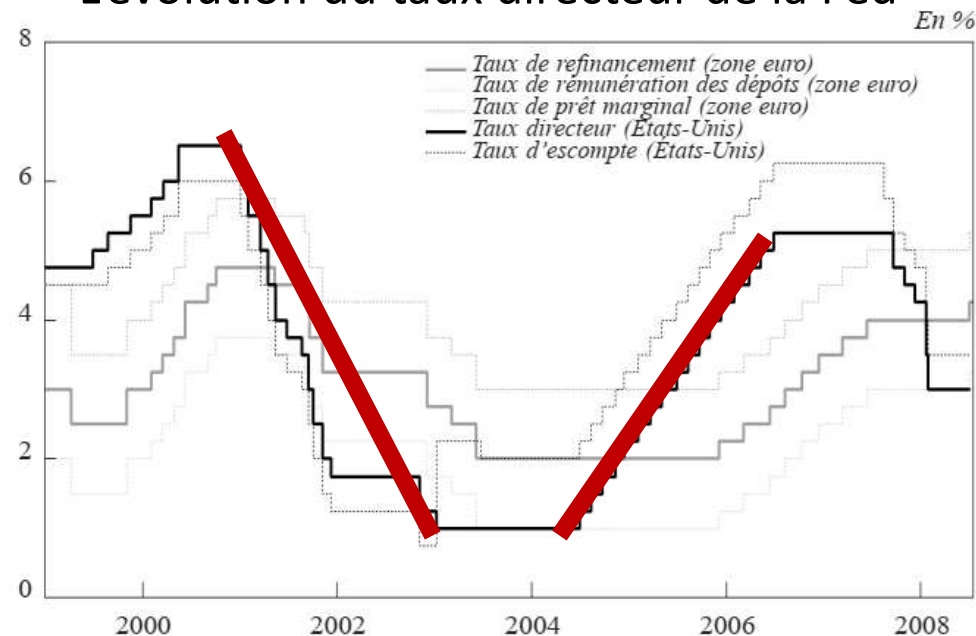
📄 voir doc. 5



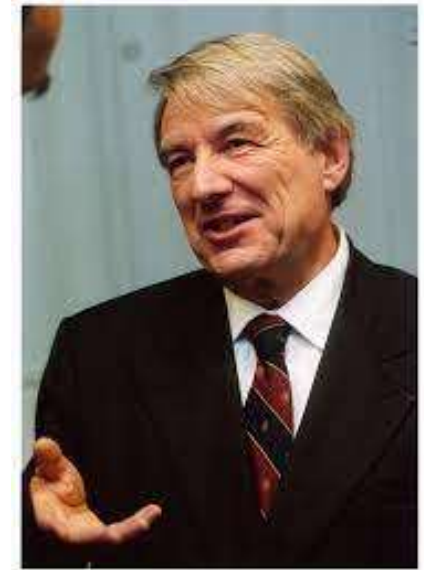
(2012)

Les erreurs de la FED lors de la crise des subprimes

L'évolution du taux directeur de la Fed



Source : Datastream.



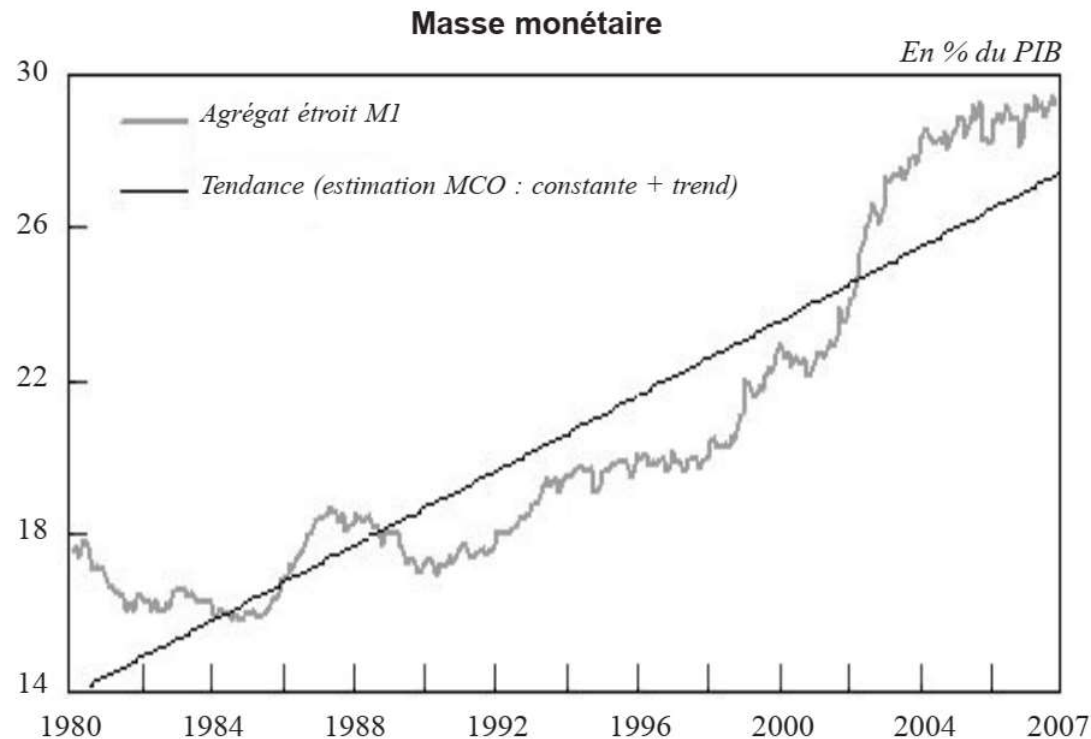
Pascal SALIN
(1939-)

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

B. Des crises financières dues à des chocs exogènes

- La perturbation des marchés par l'intervention publique

Une ample liquidité depuis 2002 qui alimente les bulles



Lecture : Calcul sur six pays (États-Unis, UEM, Royaume-Uni, Japon, Canada et Chine).

Source : Datastream.

Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard, (2008), « La crise des subprimes », rapport du CAE, n°78

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

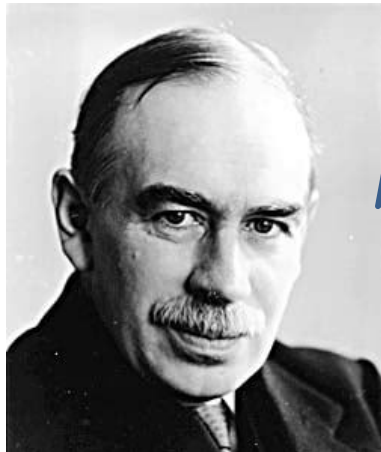
- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- **Une instabilité endogène des marchés financiers**

📄 voir doc. 15



J.M. KEYNES
(1883-1946)

« Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. Mais la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans un tourbillon spéculatif. Lorsque, dans un pays, le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses. »

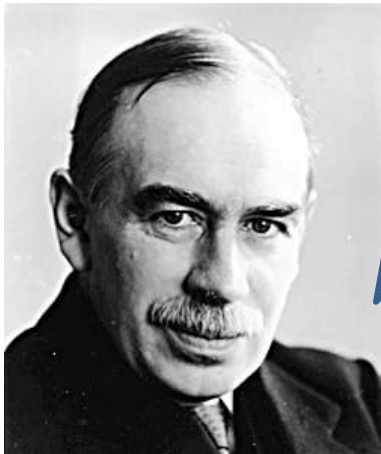
Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936)

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- **Une instabilité endogène des marchés financiers**

Hypothèse : incertitude radicale



J.M. KEYNES
(1883-1946)

Par connaissance " incertaine " (...), je n'entends pas simplement distinguer ce que l'on sait pour certain de ce qui est simplement probable. (...) le prix du cuivre et le taux d'intérêt à vingt ans d'ici, ou l'obsolescence d'une nouvelle invention, ou la situation des propriétaires privés de la richesse dans le système social en 1970. En ces matières il n'y a pas de bases scientifiques sur lesquelles fonder une quelconque probabilité calculable. Nous ne savons tout simplement pas. [...].

John Maynard Keynes, « La théorie générale de l'emploi » 1937

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

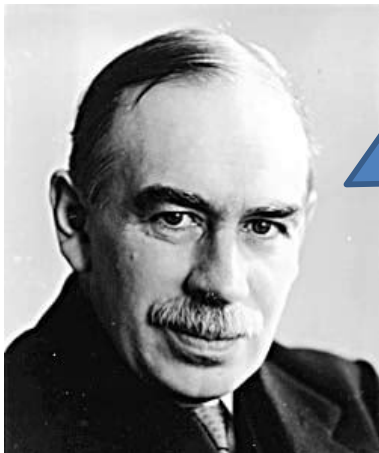
C. Une instabilité endogène?

- Une instabilité endogène des marchés financiers

Hypothèse : incertitude radicale

- La « vraie valeur » des titres n'existe pas a priori.
- Les agents économiques se fient aux « conventions » du marché pour spéculer.

Résultat : ce sont les conventions qui déterminent les prix



J.M. KEYNES
(1883-1946)

“La sagesse universelle enseigne qu'il vaut mieux, pour sa réputation, échouer avec les conventions que réussir contre elles.”

Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936)

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- Une instabilité endogène des marchés financiers

📄 voir doc. 15

Les agents économiques adoptent des comportements mimétiques.

Cf. La « métaphore du concours de beauté » de Keynes (1936)

L'éco fait des bulles. Alternatives
Economiques - Hors-Série

22 juil. 2021



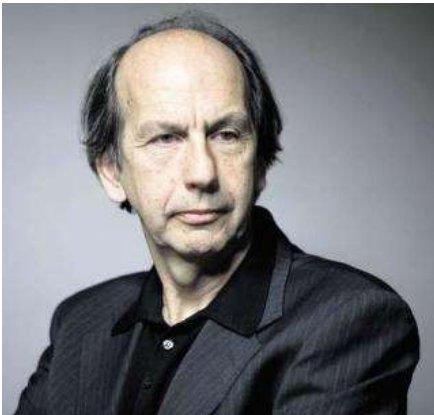
II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- **Une instabilité endogène aux marchés financiers**

Les agents économiques adoptent des comportements mimétiques, ils ont une « rationalité autoréférentielle » et non « fondamentale »

📄 voir doc. 16



A. Orléan
(1950-...)

« Il faut, [...] abandonner cette conception de la rationalité financière. Sur un marché, les acteurs ne se déterminent pas en fonction de leur estimation de la valeur fondamentale, mais en fonction de l'évolution attendue des cours. Aussi, le regard des opérateurs n'est-il pas tourné vers l'économie réelle, mais vers le marché lui-même pour en prévoir les prochains mouvements d'opinion.

Cette rationalité fortement interactive est soucieuse au premier chef de savoir ce que les autres vont faire. **Ce qui conduit les agents à acheter ou vendre dépend étroitement de ce qu'ils pensent que les autres feront.** Le rôle du mimétisme y est alors essentiel. (...) En résumé, **mimétisme et convention sont les deux formes que prend la dynamique autoréférentielle.** (...) **il est, selon nous, dans la nature de la logique financière de produire de tels écarts**, ce qui permet de comprendre pourquoi l'on observe la répétition systématique de ces épisodes tout au long de l'histoire financière. »

A. Orléan, « Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », 2004 73

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

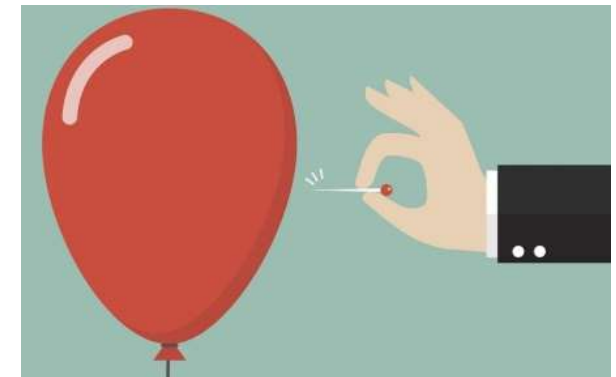
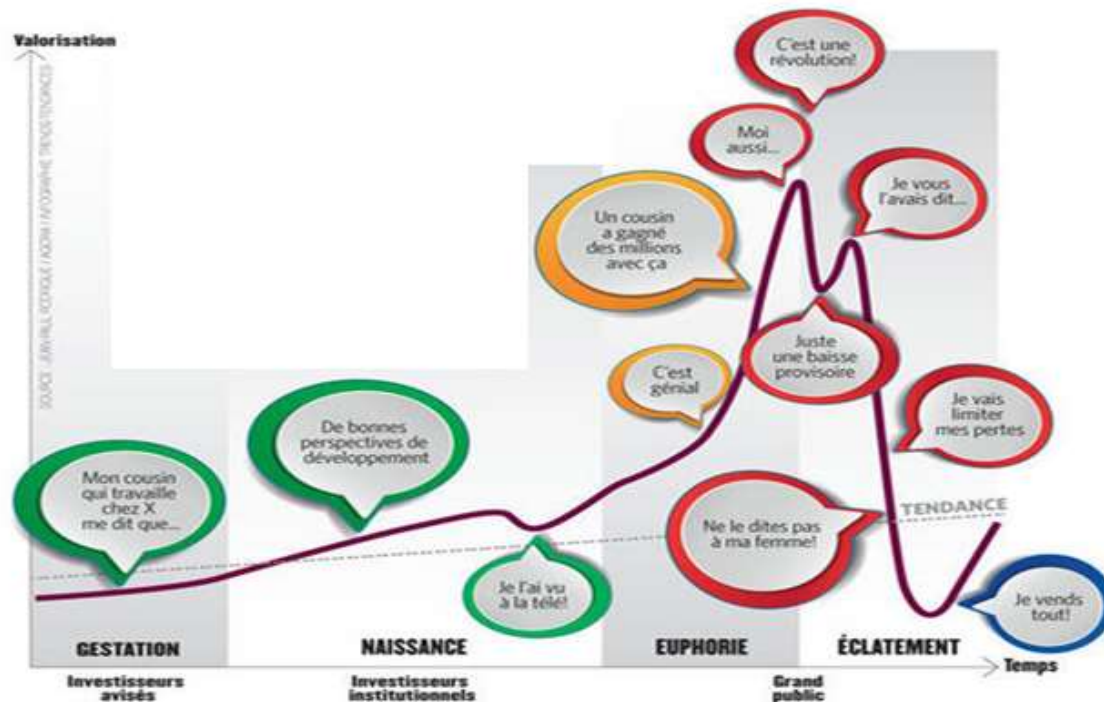
C. Une instabilité endogène?

- **Une instabilité endogène aux marchés financiers**

Le rôle des comportements mimétiques et des prophéties autoréalisatrices dans la formation et l'éclatement des bulles spéculatives.

📄 voir doc. 10-13, et 17, 18

De la rationalité individuelle... à l'irrationalité collective



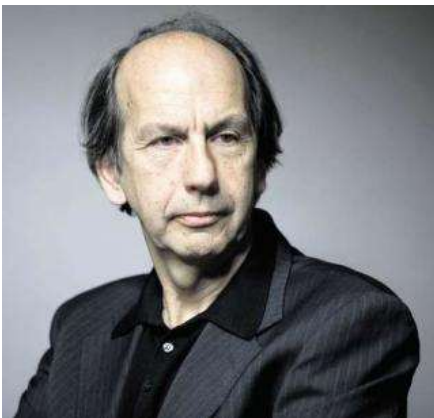
II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- **Une instabilité endogène des marchés financiers**

Les prophéties autoréalisatrices confortent les agents dans leurs comportements mimétiques

 voir doc. 18



A. Orléan
(1950-...)

« il peut être rationnel pour un investisseur d'acheter un titre, aujourd'hui, même à un prix supérieur à sa valeur fondamentale dès lors que cet agent anticipe que le prix du titre augmentera, demain, sous l'effet des croyances du marché. Cette opinion, si elle est partagée par l'ensemble des intervenants, peut donner naissance à une dynamique de hausse continue des cours des actions par laquelle se réalise l'autovalidation des croyances. Ce faisant, l'anticipation de hausse est rationnelle. Elle suscite un mouvement d'achat des titres qui valide après coup l'opinion initiale : **les opérateurs de marché anticipent que les prix vont croître et, effectivement, les prix augmentent** »

André Orléan, « Le poids des croyances », 1998

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Hypothèse** : instabilité financière

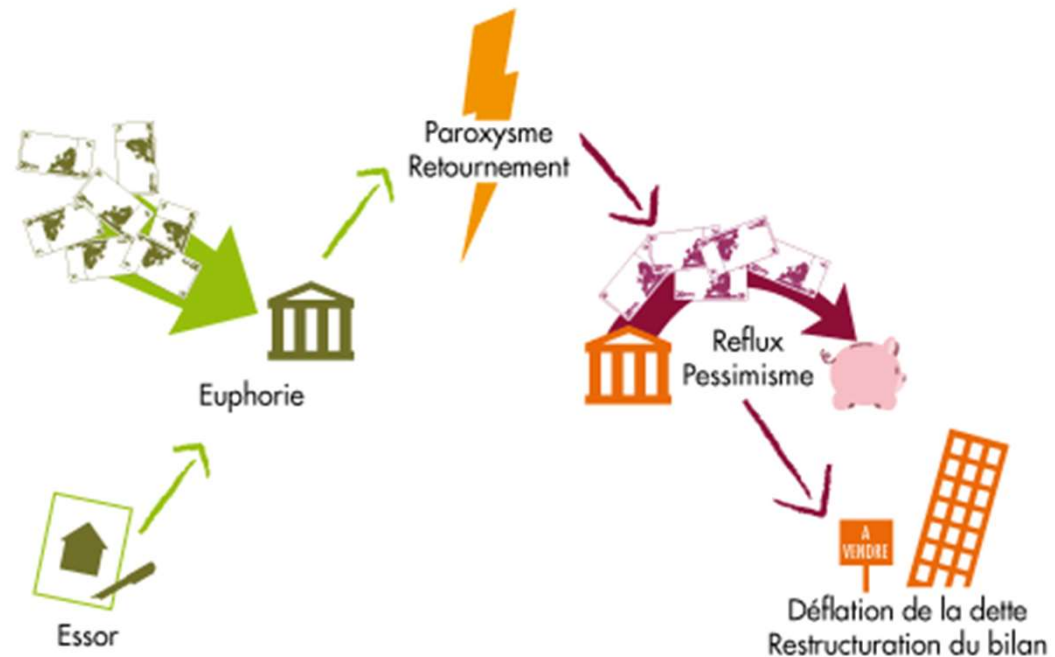
📄 voir doc. 24-25

Les changements accordés dans les crédits sont procycliques.



Hyman Philip Minsky
(1919-1996)

LES CYCLES FINANCIERS



II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- Phase d'euphorie : la crise se prépare

Le « paradoxe de tranquillité »



Hyman Philip Minsky
(1919-1996)

Les crises de surendettement se préparent lorsque tout va bien et que les agents profitent de la croissance et de taux d'intérêt bas pour emprunter parfois au-delà du raisonnable

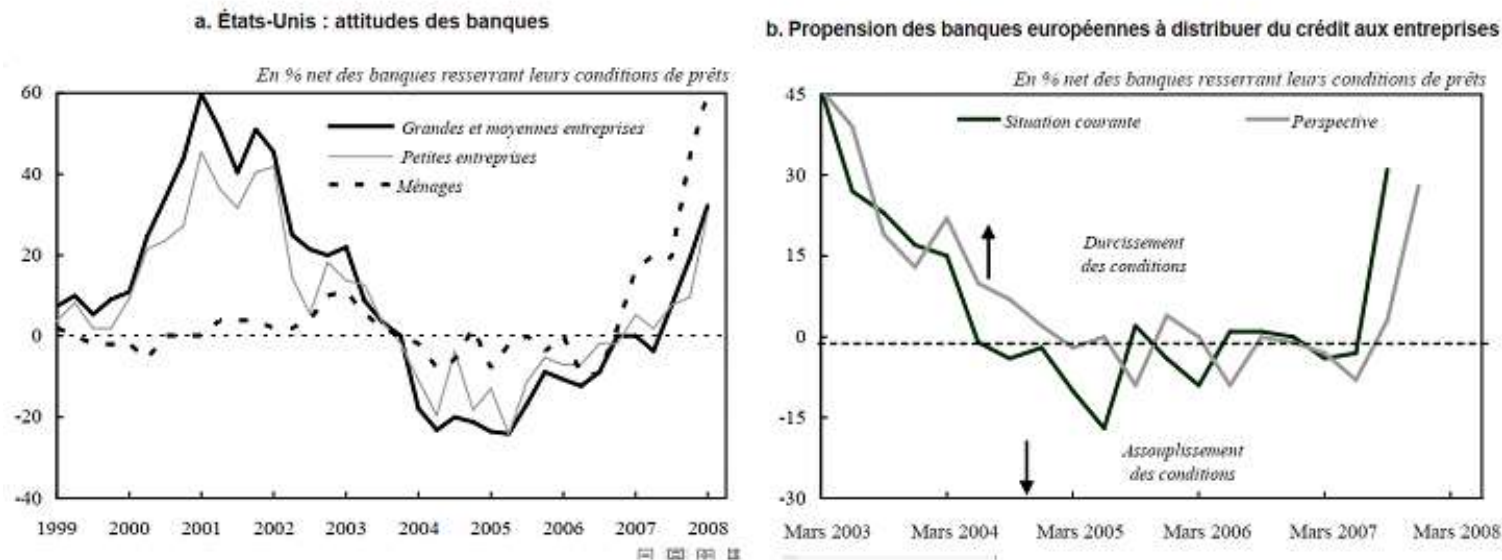
II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Phase de reflux** : La hausse des taux d'intérêt (endogène) provoque une contraction du crédit dans l'économie

L'exemple de la crise des subprimes

Durcissement des conditions d'attribution de crédits



Source : Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard, (2008), « La crise des subprimes », rapport du CAE, n°78

D'après H. Minsky, 1970, « Financial instability : The Economics of disaster »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Phase de reflux** : la course à la liquidité entraîne une chute des prix des actifs

L'exemple de la crise des subprimes

Classement des plus fortes dépréciations d'actifs liés aux subprimes par institution financière

Institutions	Montant des dépréciations (en mds USD)	Institutions	Montant des dépréciations (en mds USD)
<i>Wachovia Corporation</i>	96,5	<i>IKB Deutsche</i>	12,8
<i>Citygroup Tnc.</i>	68,1	<i>Deutsche Bank AG</i>	11,6
<i>Merrill Lynch</i>	55,9	<i>ING Groep N.V.</i>	9,3
<i>UBS AG</i>	48,6	<i>HBOS Plc</i>	9,3
<i>Washington Mutual</i>	45,6	<i>Fortis</i>	8,2
<i>HSBC Holding</i>	33,1	<i>Crédit agricole</i>	7,7
<i>Bank of America</i>	27,4	<i>Société générale</i>	7,5
<i>National City Corp.</i>	26,2	<i>Barclays</i>	6,5
<i>JPMorgan Chase</i>	20,5	<i>Bayerische Landes</i>	6,1
<i>Wells Fargo</i>	17,7	<i>BNP Paribas</i>	5,3
<i>Morgan Stanley</i>	15,7	<i>Hypo Real Estate</i>	5
<i>Royal Bank of Scotland</i>	15,1	<i>Goldman Sachs</i>	4,9
<i>Lehman Brothers</i>	13,8	<i>Dresdner Bank</i>	4,5
<i>Crédit Suisse</i>	13,3	<i>NATIXIS</i>	4,3

Capitalisation boursière des banques (indice 100 en 1990)



Source : M. Plane, G. Pujals [4].

Plane, Pujals, « Les banques dans la crise », OFCE, 2009.

Patrick Arthus et alii, De la crise des subprimes à la crise mondiale, La documentation Française, Paris, 2009, p. 55.

D'après Bloomberg et Presse. Classement réalisé au deuxième trimestre 2009.

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- **L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle**

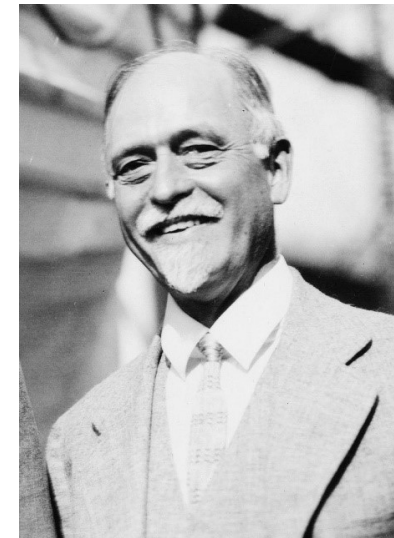
L'approche de H. MINSKY recoupe en bien des points celle d'I. Fisher



H. P. MINSKY (1919-1996)

**« The modeling of financial instability »
(1974)**

**“The Debt-
Deflation
Theory of Great
Depressions”
(1933)**



**I. FISHER
(1867-1947)**

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- Phase de désendettement et de dépression : désendettement et restructuration de bilan

📄 voir doc. 25



I. FISHER
(1867-1947)

La déflation par la dette

« l'effort même des individus pour diminuer la charge de leur dette l'augmente, car la course à la liquidation a pour effet de gonfler la valeur de chaque dollar dû »

I. Fisher, 1970, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- Phase d'essor et d'euphorie : le surendettement commence

Prise de risque et effet de levier positif de l'endettement



I. FISHER
(1867-1947)

L'exemple des call loans lors de la crise 1929



I. Fisher, 1970, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Phase de reflux et de désendettement** : la course au désendettement conduit à une déflation par la dette



I. FISHER
(1867-1947)

Effet de levier négatif et désendettement

L'exemple des call loans lors de la crise 1929



I. Fisher, 1970, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

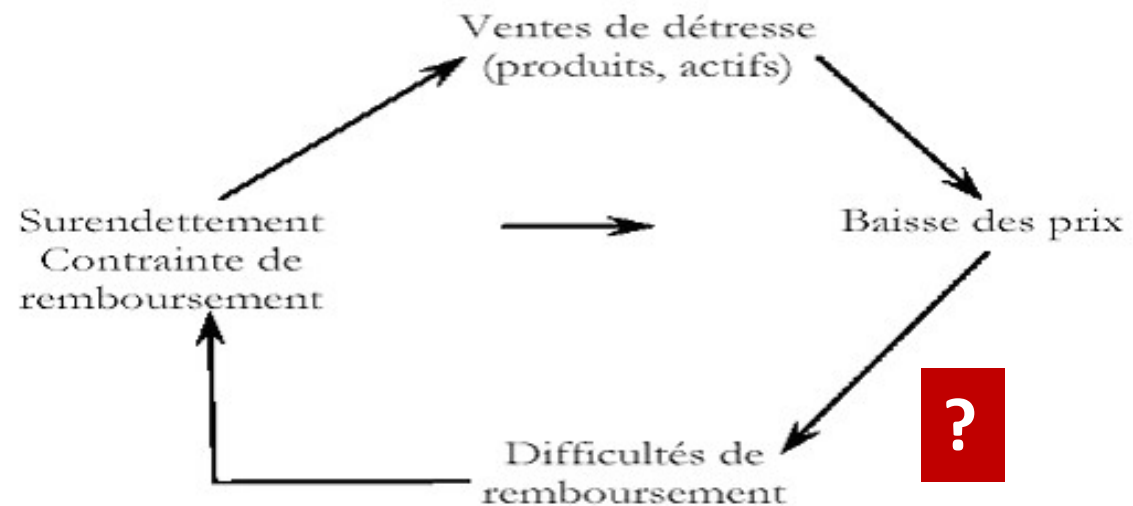
C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Phase de reflux et de désendettement** : la course au désendettement conduit à une déflation par la dette



I. FISHER
(1867-1947)

Le mécanisme de la déflation par la dette



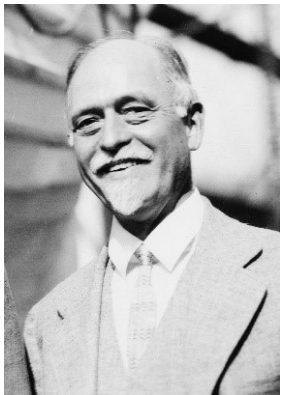
<http://www.2019.melchior.fr/etude-de-cas/7141>

I. Fisher, 1970, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

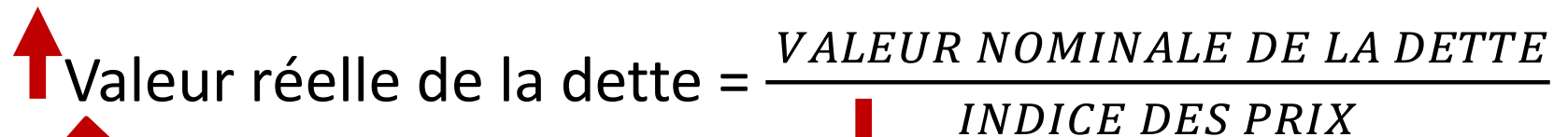
- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Phase de reflux et de désendettement** : la course au désendettement conduit à une déflation par la dette



Le mécanisme de la déflation par la dette

La baisse des prix augmente la valeur réelle de la dette

I. FISHER
(1867-1947)

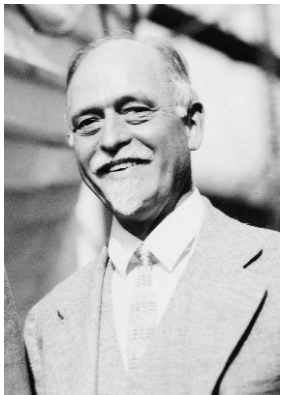
$$\text{Valeur réelle de la dette} = \frac{\text{VALEUR NOMINALE DE LA DETTE}}{\text{INDICE DES PRIX}}$$


I. Fisher, 1970, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?


- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Phase de reflux et de désendettement** : la course au désendettement conduit à une déflation par la dette



I. FISHER
(1867-1947)

Le mécanisme de la déflation par la dette

Le poids de la dette augmente

$$\uparrow \text{Poids de la dette} = \frac{\text{MENSUALITE}}{\text{REVENU}} \downarrow$$


I. Fisher, 1970, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Phase de reflux et de désendettement** : la course au désendettement conduit à une déflation par la dette



I. FISHER
(1867-1947)

Les facteurs de la déflation

- ✓ Les ventes massives de titres des spéculateurs pour se désendetter
- ✓ Les comportements plus frileux des banques (crédit crunch)
- ✓ La baisse de la consommation et de l'investissement pour se désendetter

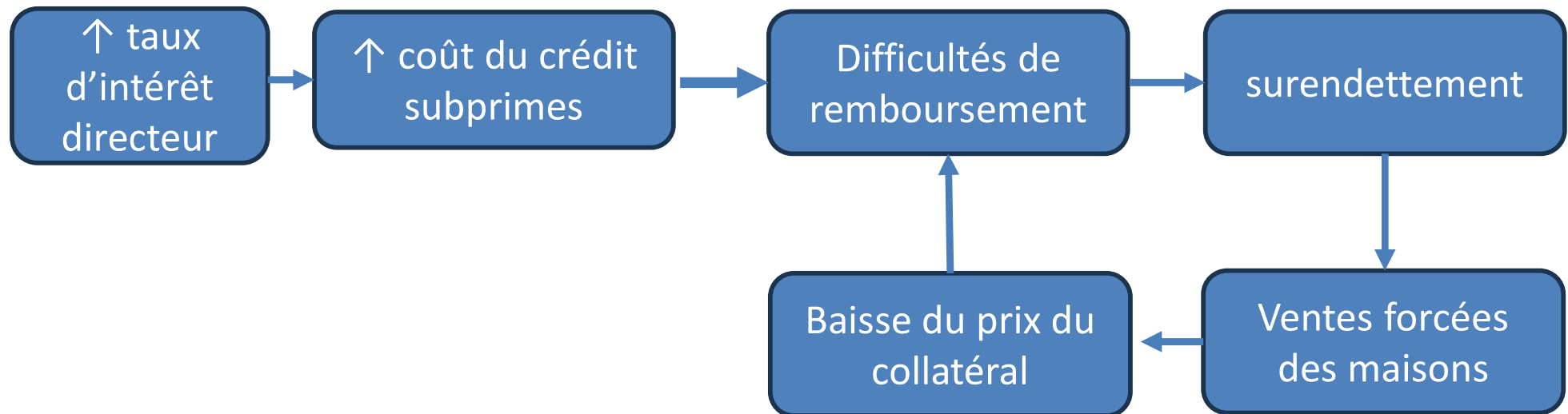
I. Fisher, 1970, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle
- **Phase de reflux et de désendettement** : la course au désendettement conduit à une déflation par la dette

Crise des subprimes : comment la déflation par la dette a-t-elle débuté?



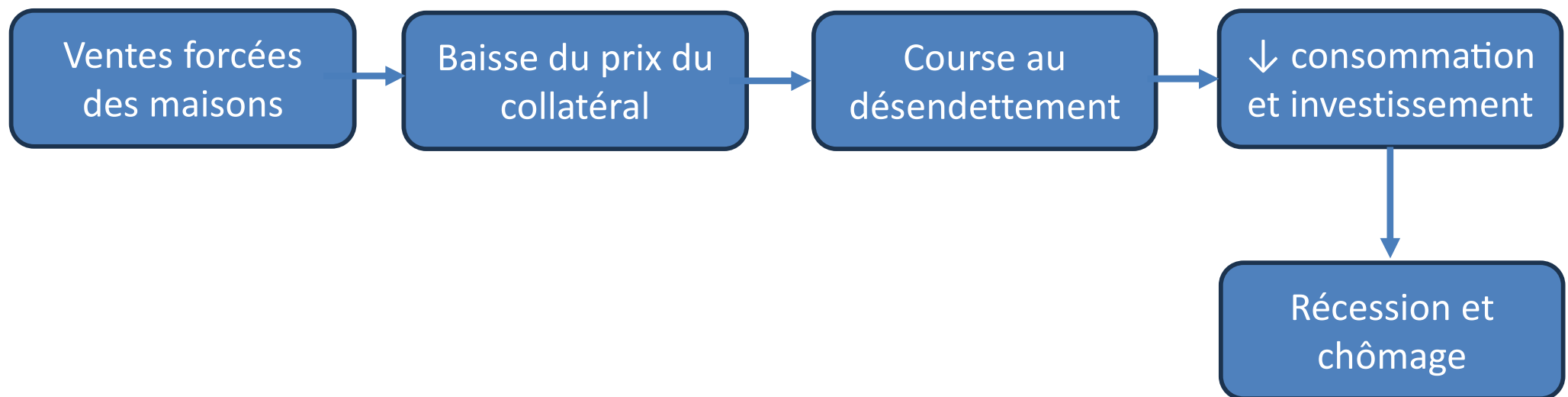
II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle

Les **ventes forcées d'actifs** et la **baisse du prix du collatéral** sont un canal de transmission de la crise financière à l'économie réelle

📄 voir doc. 25



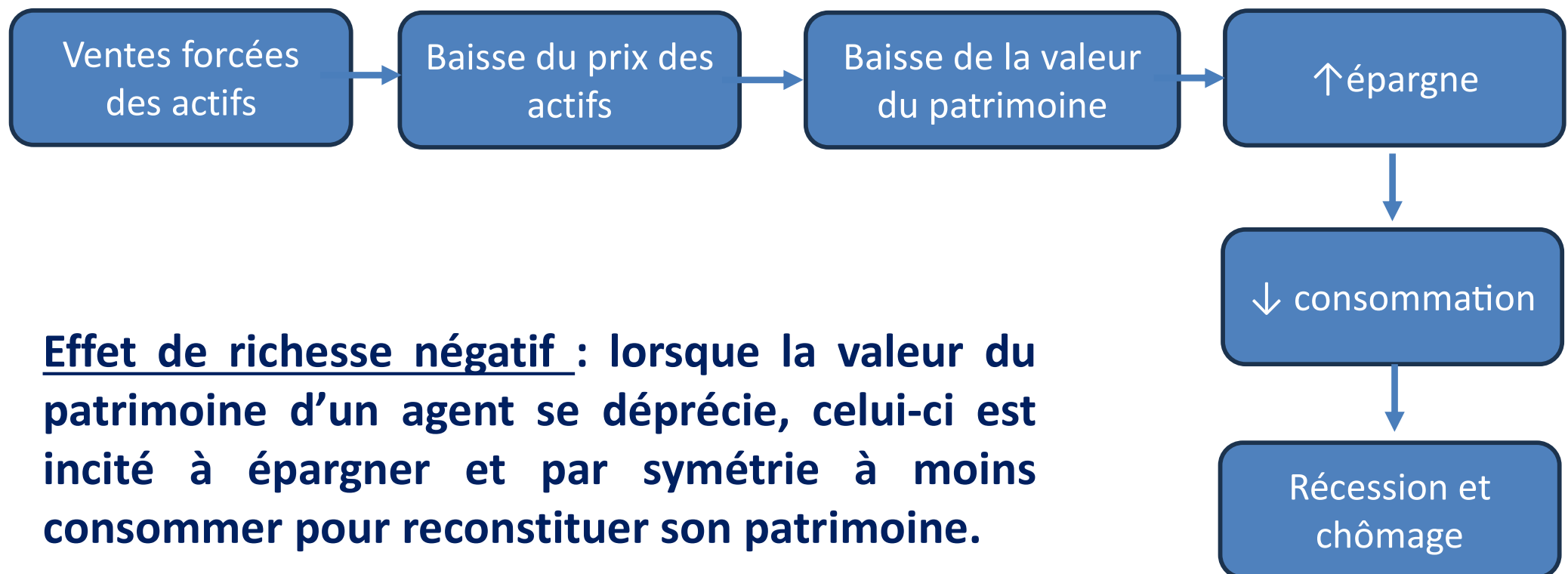
II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle

Les **ventes forcées d'actifs** entraînent un **effet de richesse négatif**, un second canal de transmission

📄 voir doc. 25 et 5.3



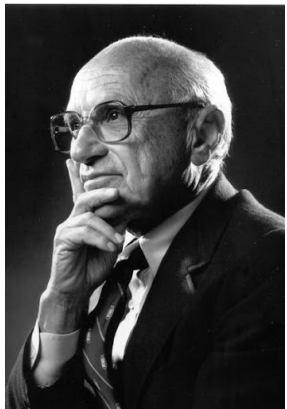
II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle

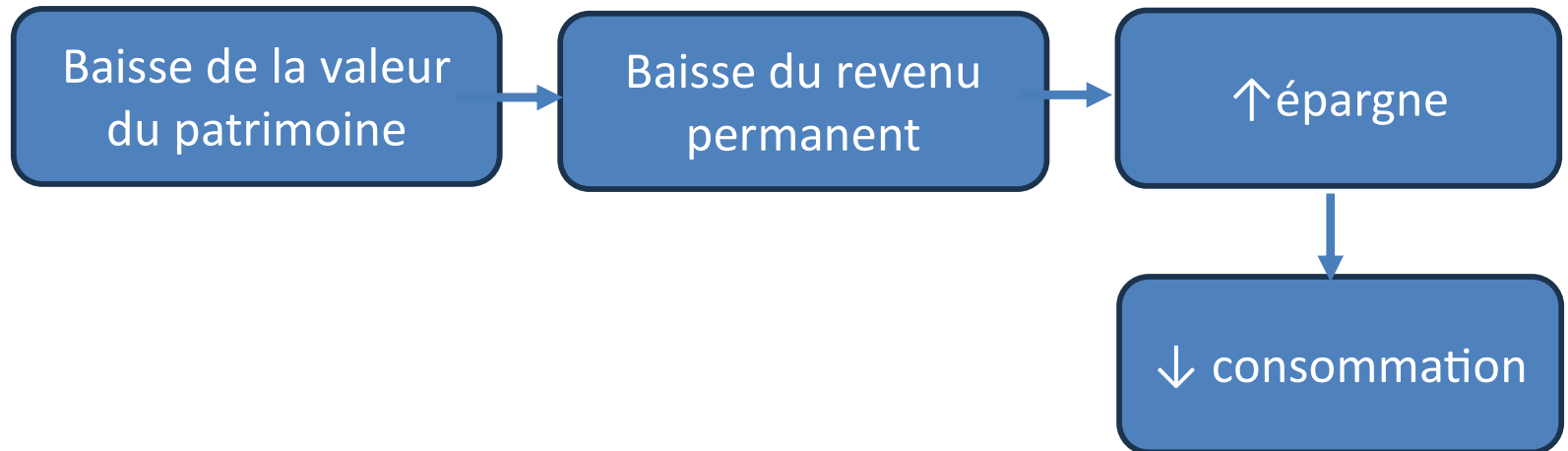
Théorie du revenu permanent de M. Friedman et effet de richesse négatif

📄 voir doc. 25 et 5.3



M. FRIEDMAN
(1912-2006)
PN 1976

Le **revenu permanent** correspond à la somme qu'un ménage peut consommer sans modifier la valeur de son patrimoine.



M. Friedman, 1957, *A theory of the consumption function*

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

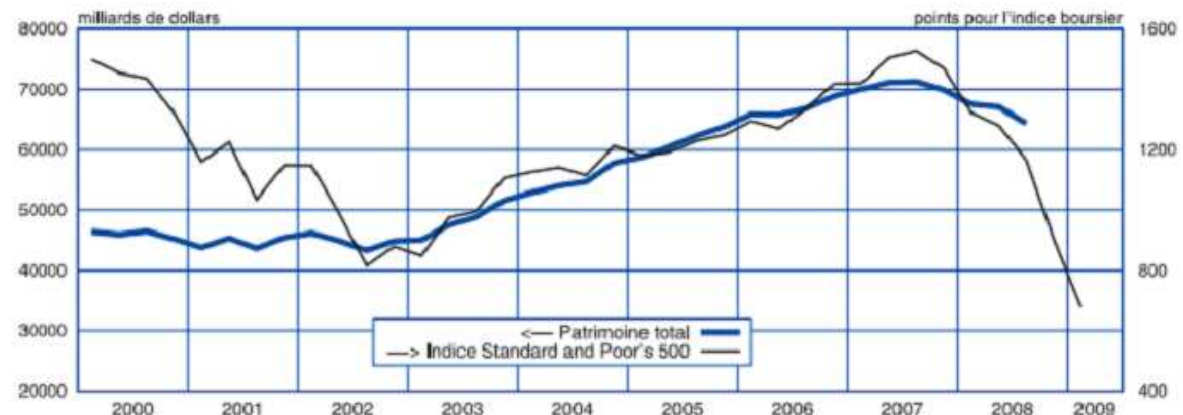
- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle

Modèle NiGEM et mesure de l'effet de richesse suite à la crise des subprimes

voir doc. 25 et 5.3



États-Unis : un patrimoine des ménages en forte baisse



Lecture : pour le patrimoine total, le dernier point correspond au troisième trimestre. Pour l'indice boursier, le dernier point correspond au 9 mars 2009. La perte de patrimoine consécutive à la baisse des indices boursiers et à la poursuite de la baisse des prix de l'immobilier est probablement forte au quatrième trimestre.
Source : Flows of Funds, Federal Reserve

Jean-Charles Bricongne, Vincent Lapègue, Olivier Monso, (Mars 2009), « La crise des « subprimes » : de la crise financière à la crise économique », INSEE Dossier

Jean-Charles Bricongne, Vincent Lapègue, Olivier Monso, (Mars 2009), « La crise des « subprimes » : de la crise financière à la crise économique », INSEE Dossier 92

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- **L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle**

Modèle NiGEM et mesure de l'effet de richesse suite à la crise des subprimes

 voir doc. 25 et 5.3



Résultats :

En 2008, l'effet de richesse négatif a plus joué aux Etats-Unis qu'en France pour deux raisons :

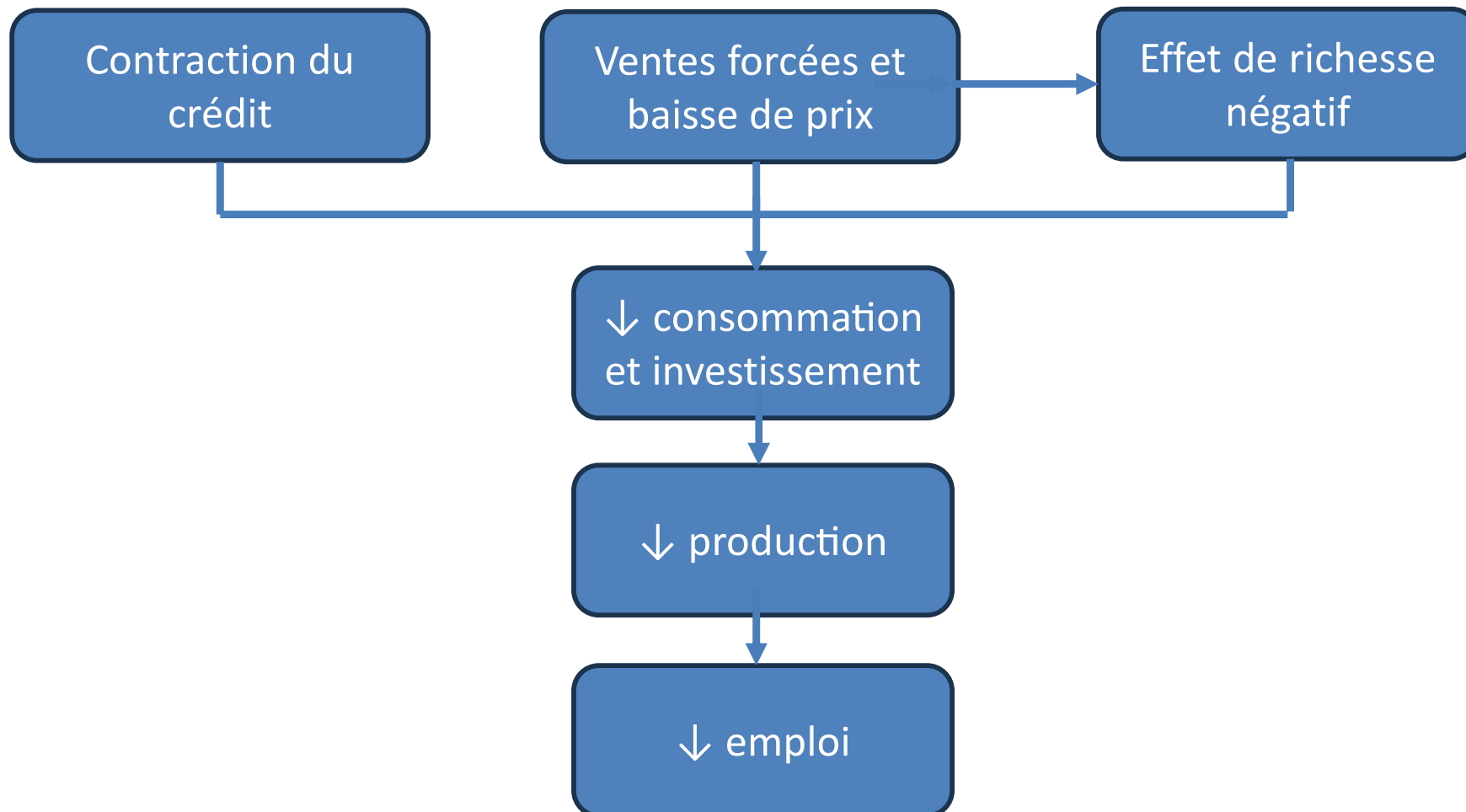
- 1) Les Français sont moins sensibles à la valeur de leur patrimoine qu'à leur revenu courant.
- 2) la dévalorisation du patrimoine a été moins forte en France

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

C. Une instabilité endogène?

- L'instabilité endogène et l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle

TROIS CANAUX DE TRANSMISSION DE LA CRISE FINANCIÈRE À L'ÉCONOMIE RÉELLE



Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

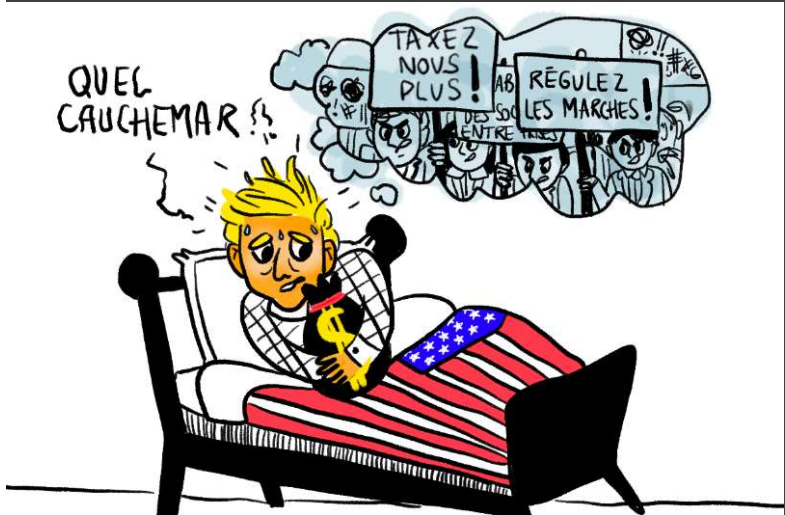
III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

THE PITTSBURGH SUMMIT 2009



III- Quelle régulation financière?



F. VILLEROY DE GALHAU
Gouverneur de la Banque de France

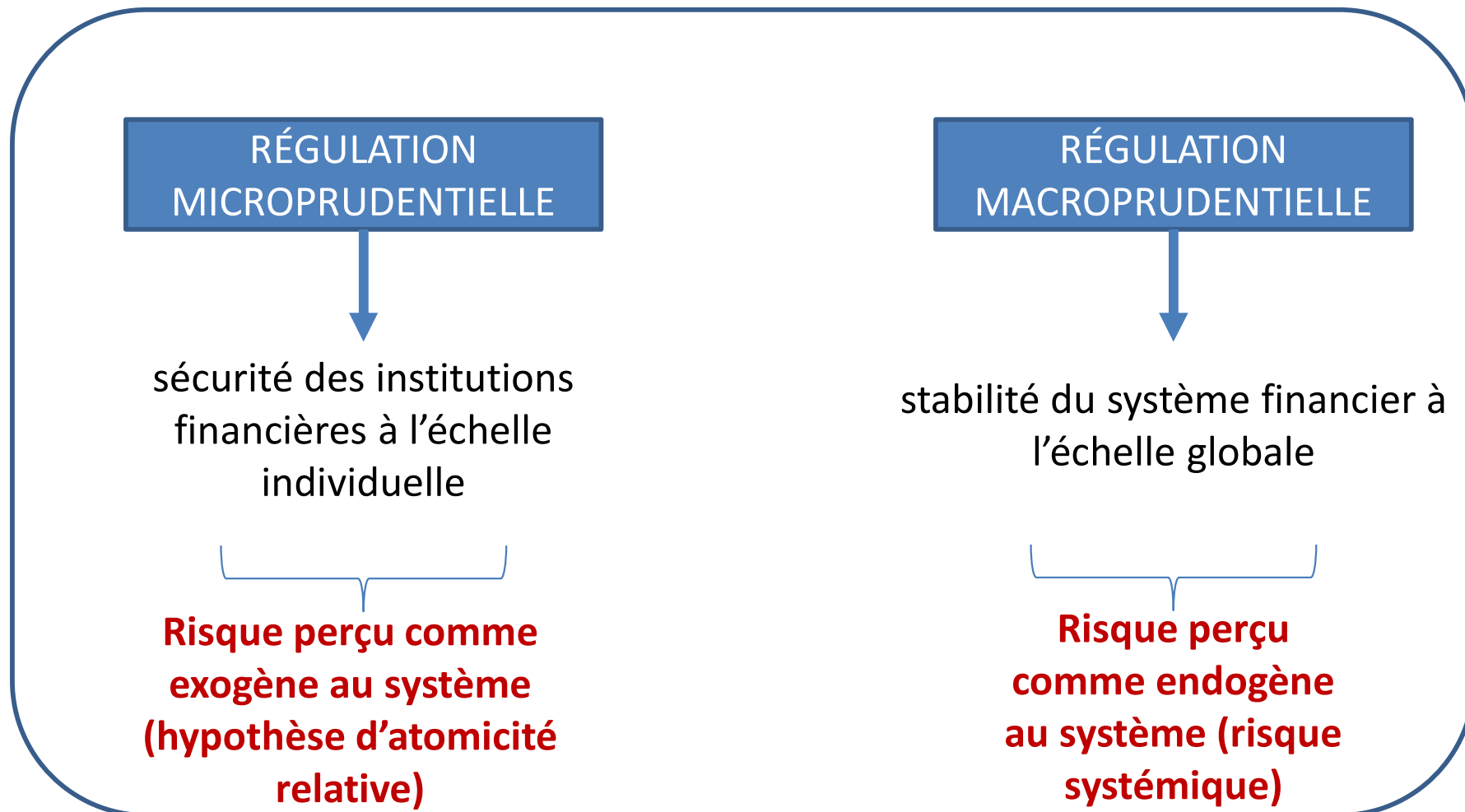
La stabilité financière est [...] un bien commun sur lequel il est essentiel de veiller. [...] La réglementation peut et doit jouer un rôle protecteur, en fixant certaines limites en amont et en renforçant les capacités de résistance aux impacts déstabilisateurs en aval. [...] La régulation financière apparaît en effet d'autant plus nécessaire que les crises financières ont des coûts économiques et sociaux souvent considérables, avec des répercussions profondes et durables.

Discours à l'Académie des sciences morales (06/12/2017)



III– Quelle régulation financière?

Régulation financière : ensemble des mesures légales et réglementaires imposées aux différentes institutions financières par les autorités nationales ou internationales. Dite *prudentielle* lorsqu'elle vise la stabilité financière.



Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle

III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Imposer des ratios de solvabilité**

📄 voir doc. 28-32

Le Comité de Bâle et les ratios solvabilité

Le Comité de Bâle



Créé en 1974, ce forum rassemble les superviseurs de 27 pays pour renforcer la solidité du système financier mondial en améliorant l'efficacité du contrôle prudentiel et la coopération entre régulateurs.

III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Imposer des ratios de solvabilité**

📄 voir doc. 28-32

Pourquoi imposer des ratios de fonds propres?



ACTIVITÉS DE LA BANQUE...

... FINANCÉES PAR DIVERSES RESSOURCES

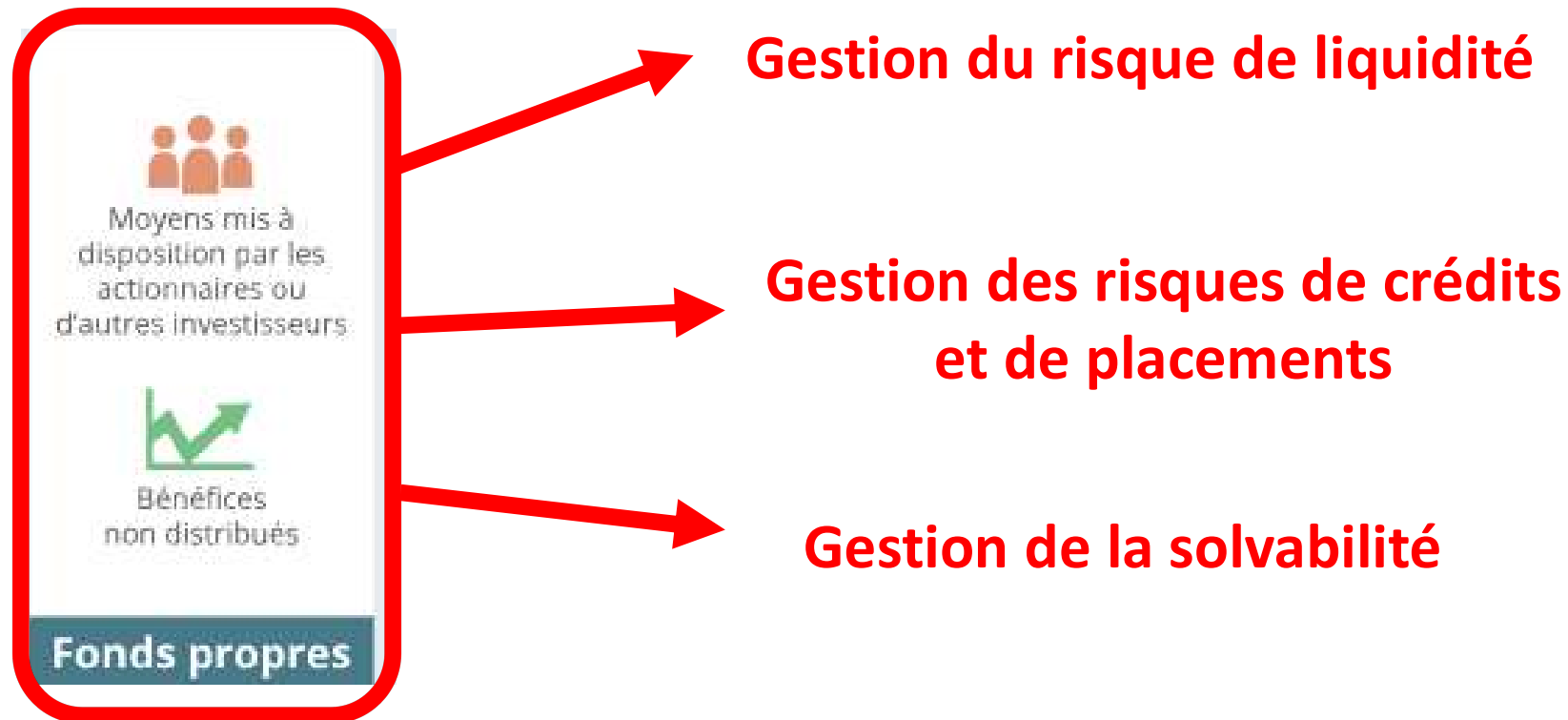
III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Imposer des ratios de solvabilité**

📄 voir doc. 28-32

Pourquoi imposer des ratios de fonds propres?



III– Quelle régulation financière?

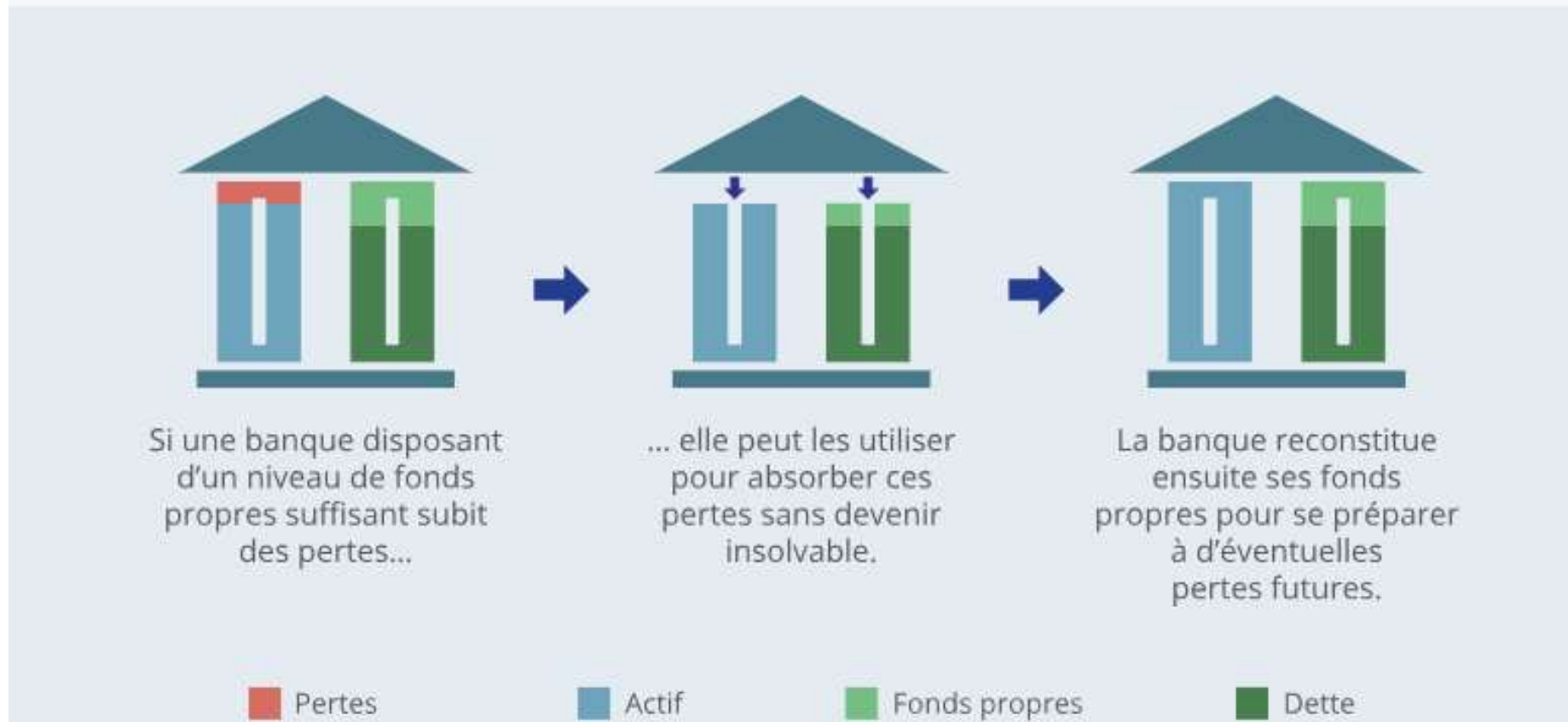
A. La régulation microprudentielle

- **Imposer des ratios de solvabilité**

📄 voir doc. 28-32

Pourquoi imposer des ratios de fonds propres?

Les banques détiennent des fonds propres pour absorber les pertes

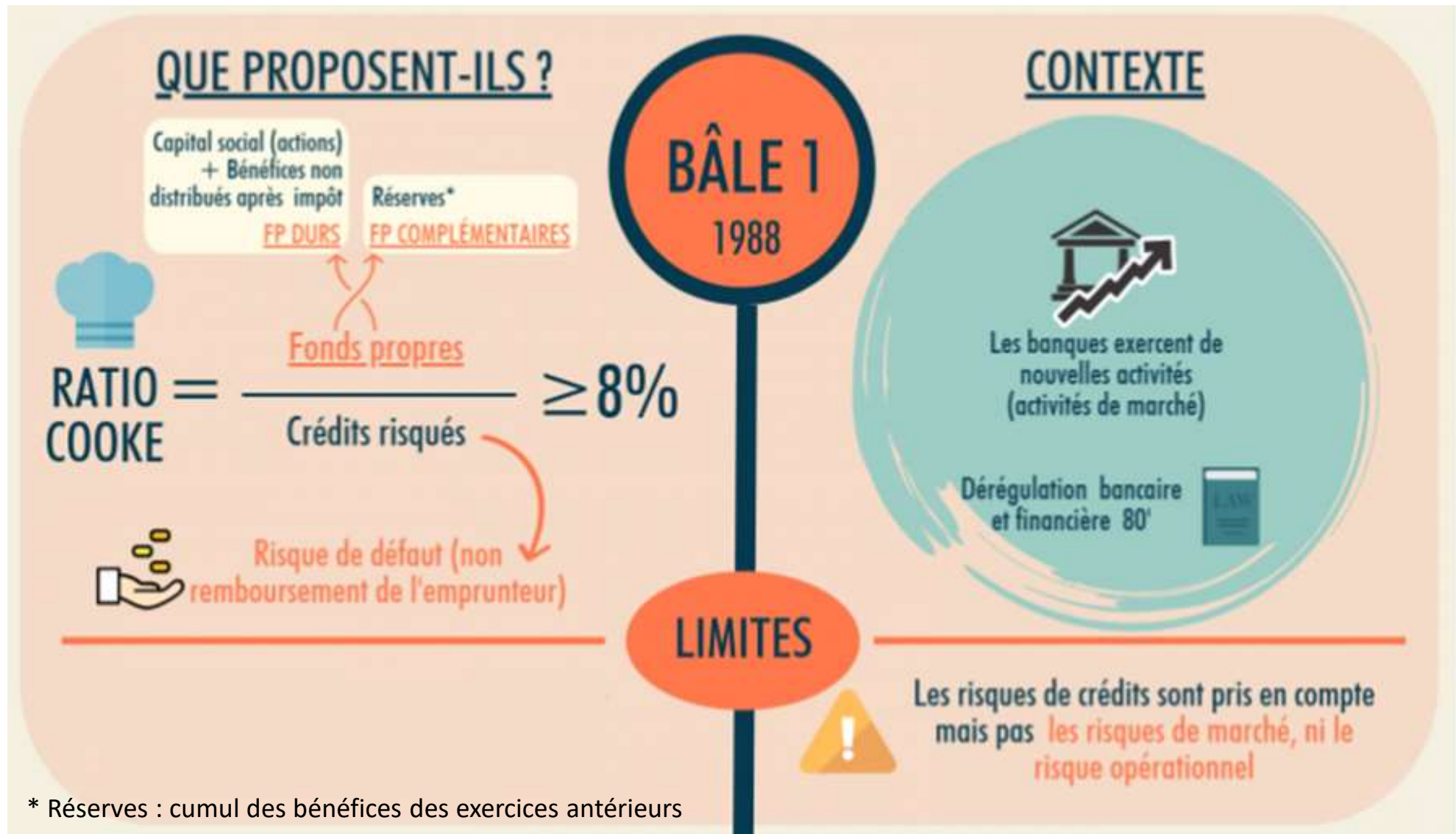


III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Imposer des ratios de solvabilité**

📄 voir doc. 28-32



III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Imposer des ratios de solvabilité**

📄 voir doc. 28-32



III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Imposer des ratios de solvabilité**

📄 voir doc. 28-32



III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Imposer des ratios de solvabilité**

📄 voir doc. 28-32



J. Couppey-Soubeyran
(1971-)

Les accords de Bâle III en 2010 :

8% de vrais fonds propres

+ 2,5% de FP (coussin de sécurité)

+ 2,5% de FP (coussin contracyclique)

= un ratio qui peut atteindre 13%

+ 2,5% de FP pour les banques systémiques

= un ratio qui peut atteindre 15,5%

NB: la transposition en droit européen a été menée en 2013

VIDEO Interview de J. Couppey-Soubeyran (de 0 à 5'39) : <http://ses.ens-lyon.fr/articles/evolutions-du-systeme-financier-international-et-reformes-bancaires#section-1>

III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

 voir doc. 39-40

- **Renforcer la supervision bancaire**

Depuis le Sommet de Pittsburgh en 2009, la question de la supervision bancaire est devenue centrale



- Des **listes d'entités systémiques** ont été établies par le Conseil de stabilité financière (FSB)
- En 2022, le FSB en comptait **30 situés dans 11 pays** parmi lesquelles : Bank of America, HSBC, Bnp Paribas, Crédit agricole, Goldman Sachs, Bank of China, Société générale.
- 13 sont européennes dont 4 françaises, 10 américaines et 7 asiatiques.

III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Renforcer la supervision bancaire**

 voir doc. 39-40

De nouvelles autorités de régulation grâce à la loi Dodd Frank (2010)



Conseil de supervision de la stabilité financière : identifier les **risques systémiques**. Il surveille les **banques** et les entités du **shadow banking** (logique plus macroprudentielle).



Commission des opérations de bourses : Il acquiert une compétence dans la **supervision des agences de notation**

III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

 voir doc. 39-40

- **Renforcer la supervision bancaire**

De nouvelles autorités de régulation grâce à la loi Dodd Frank (2010)



La FED obtient de le pouvoir de réguler les institutions financières non bancaires (comme hedges Funds et les fonds de capital-investissement).



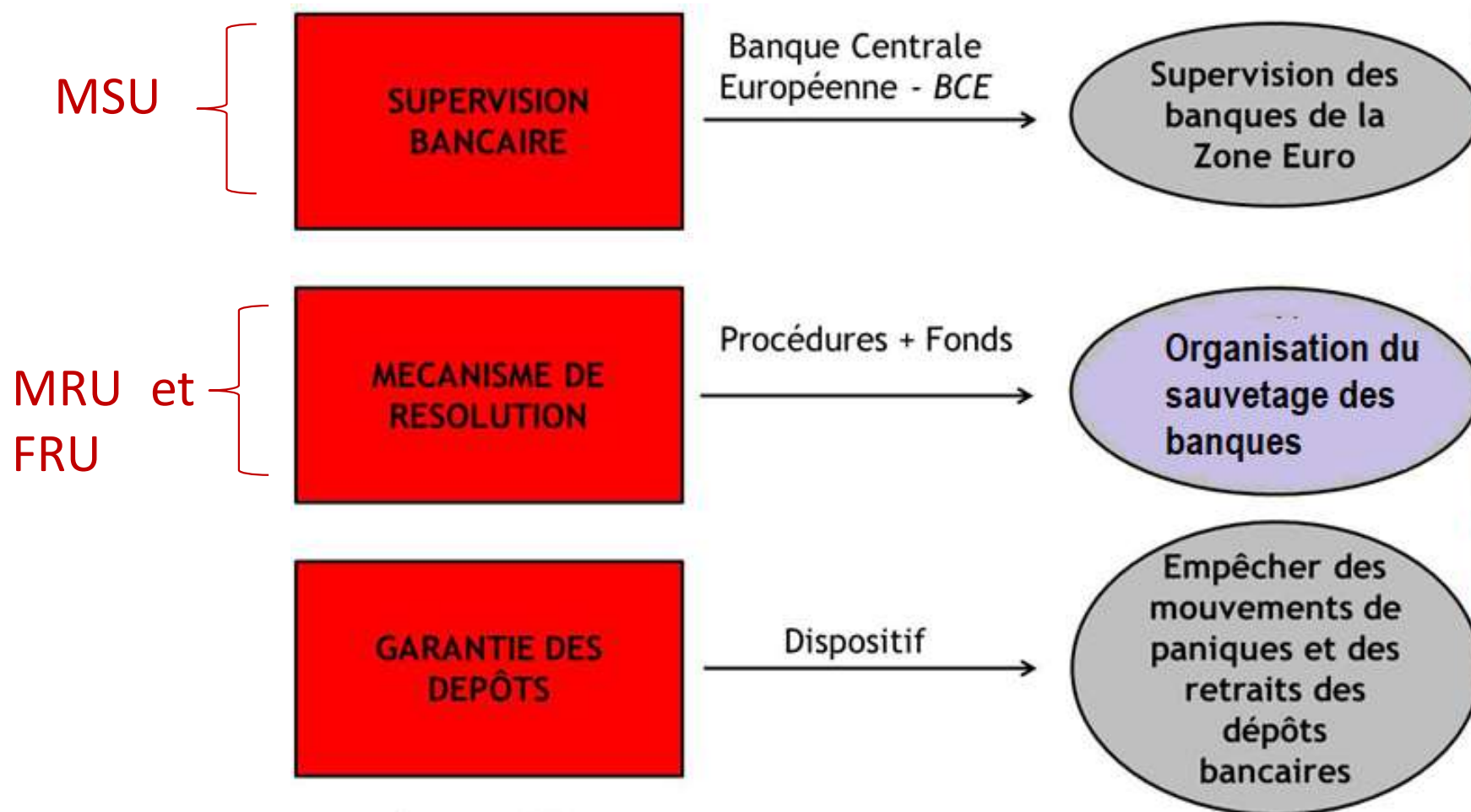
III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

 voir doc. 39-40

- Renforcer la supervision bancaire

L'union bancaire en Europe (2012) : MSU, MRU et FRU

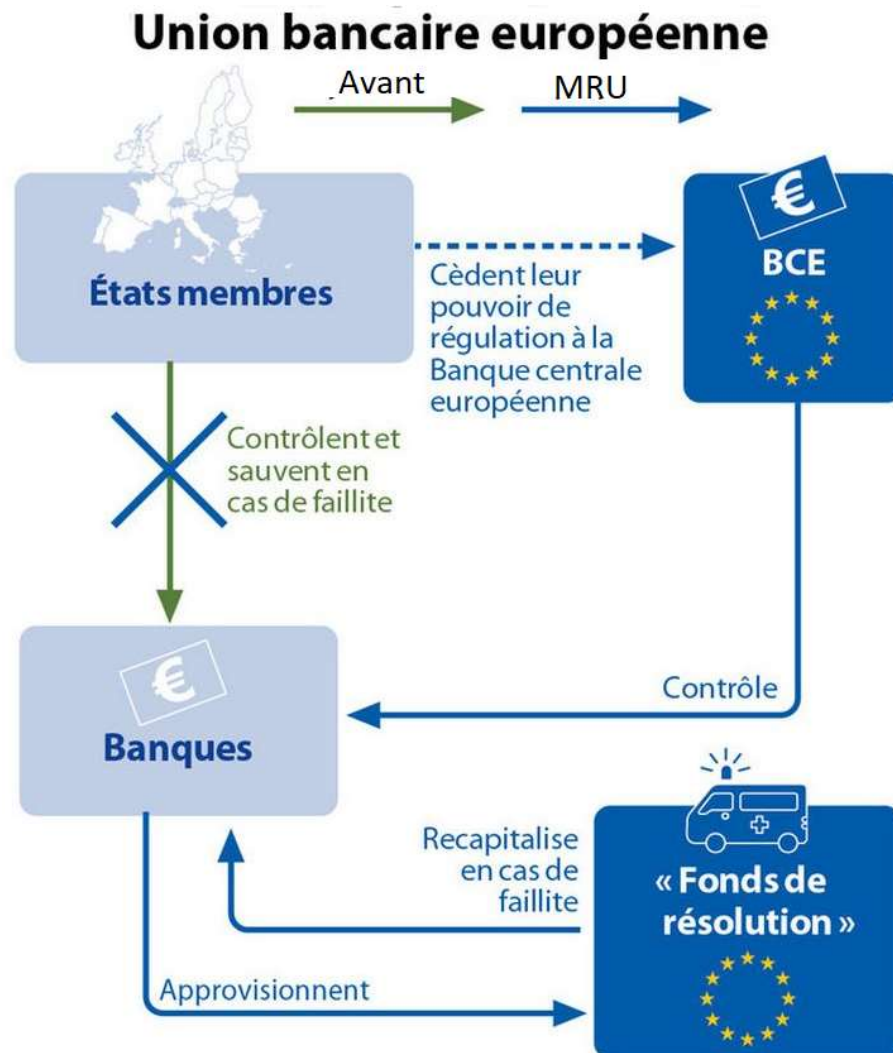


III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

voir doc. 39-40

- Renforcer la supervision bancaire
- L'union bancaire en Europe (2012) et le MRU/FRU



Ce sont d'abord les actionnaires, les créanciers puis les déposants (pour les dépôts supérieurs à 100 000€) qui essuient les pertes.

Ensuite, le **FRU** recapitalise. La clause du *bail in* se substitue à celle du bail out.

III– Quelle régulation financière?

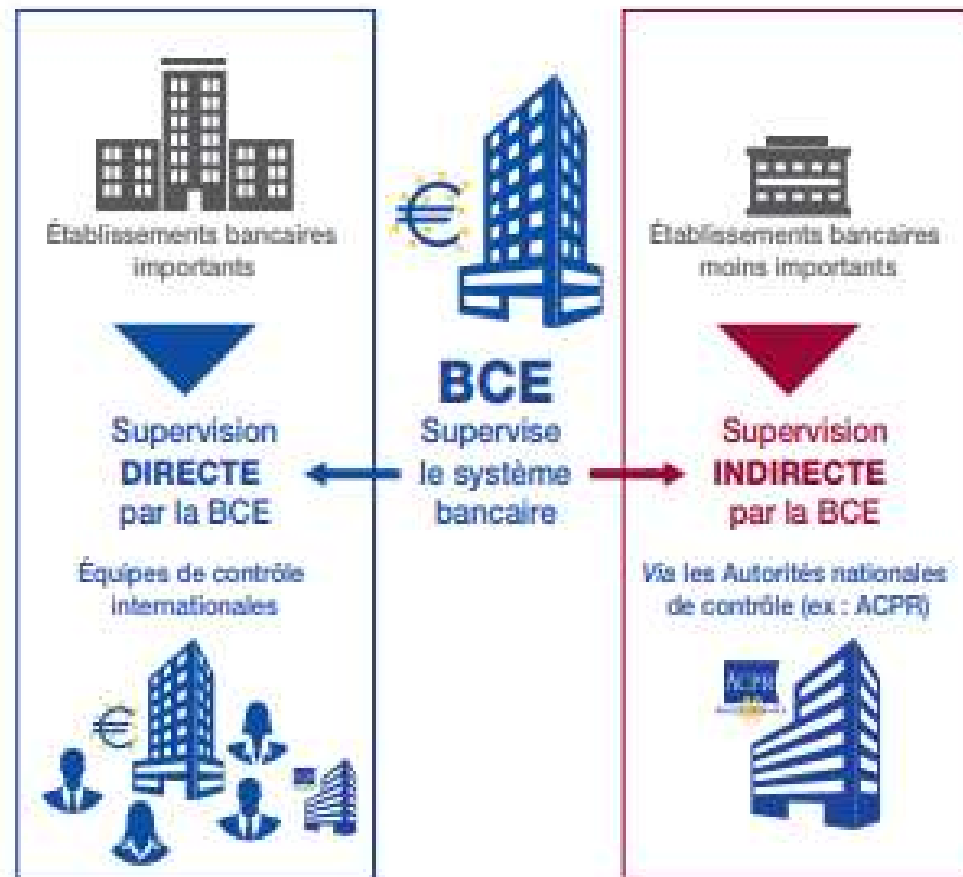
A. La régulation microprudentielle

📄 voir doc. 39-40

- **Renforcer la supervision bancaire**

L'union bancaire en Europe (2012) : le principe de subsidiarité

L'organisation de la supervision



III– Quelle régulation financière?

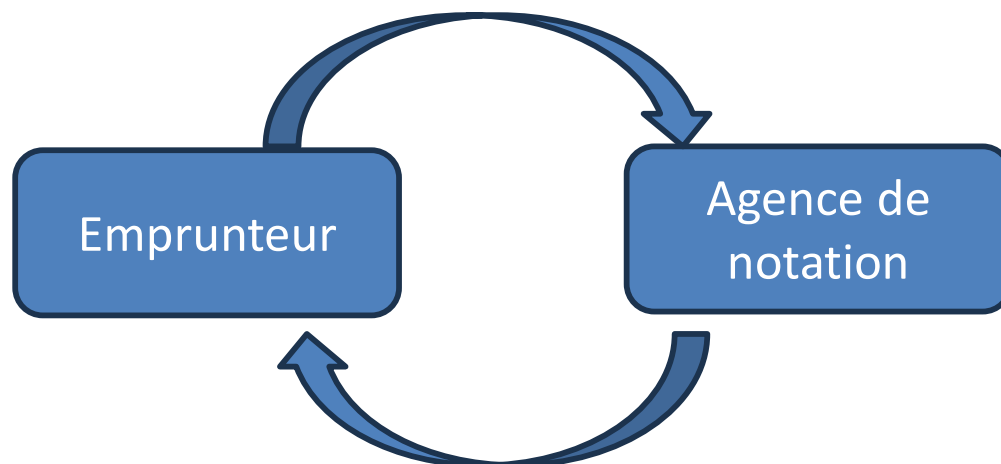
A. La régulation microprudentielle

- **Améliorer la transparence du marché**

Des agences de notation pour améliorer l'information?

MODELE « ÉMETTEUR-PAYEUR »

achète un service financier (évaluation, conseil)



évalue le titre émis par son client

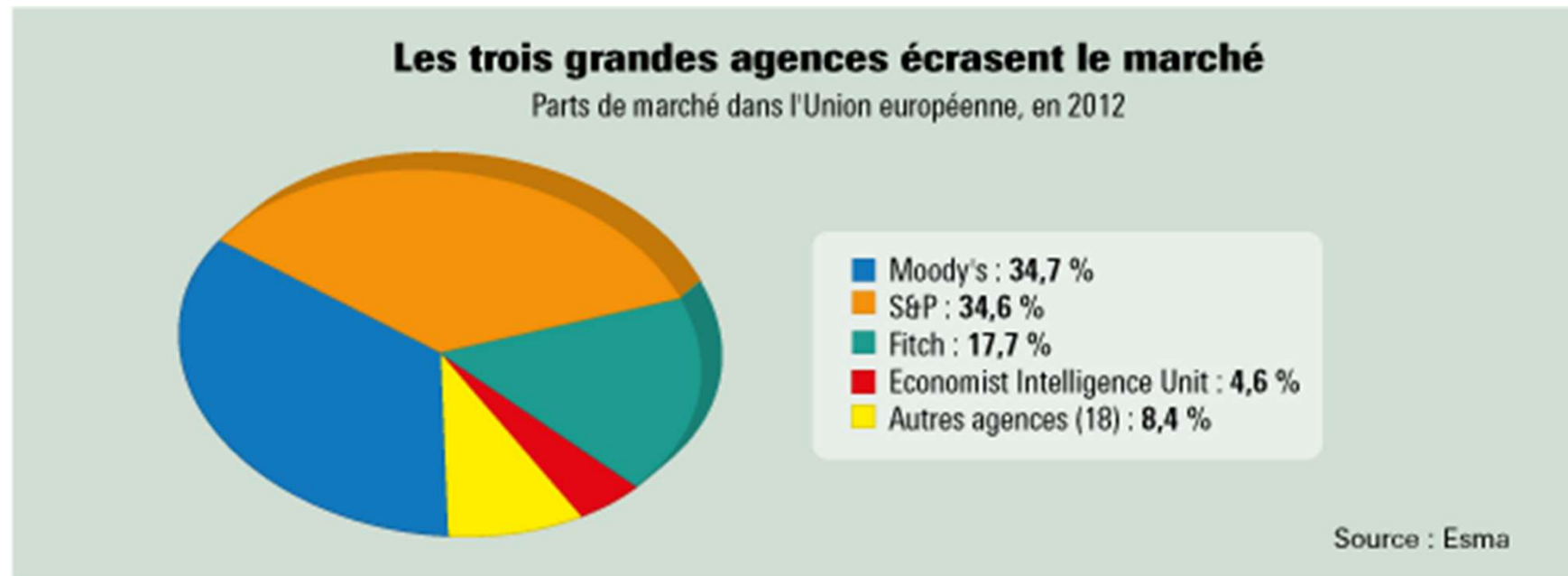
Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings	
Aaa	AAA	AAA	"Prime". Sécurité optimale
Aa1	AA+	AA+	High Grade. Qualité haute
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Upper Medium Grade. Qualité moyenne
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Lower Medium Grade. Qualité moyenne inférieure
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Non Investment Grade. Spéculatif
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Hautement spéculatif
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC+	CCC	Risque substantiel. ne pourra respecter ses engagements que dans des conditions économiques favorables
Ca	CCC		Extrêmement spéculatif
C	CCC-		En retard de paiement, peut être en défaut
/	D	DDD	En défaut

III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Améliorer la transparence du marché**

Des agences de notation pour améliorer l'information?



Problème : un marché oligopolistique et un fonctionnement entre évaluateur et emprunteur suspecté de conflits d'intérêt

III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- **Améliorer la transparence du marché**

Des agences de notation pour améliorer l'information?



Le G20 préconise :

- Une augmentation de la concurrence sur le marché de la notation
- Interdiction d'exercer une activité de conseil et une activité d'évaluation sur les mêmes produits financiers

III– Quelle régulation financière?

A. La régulation microprudentielle

- ***L'insuffisance de la régulation microprudentielle face au risque systémique***



L. SCIALOM

« la logique microprudentielle est centrée sur le renforcement de la robustesse des banques individuelles. Elle repose sur le présupposé selon lequel, en rendant plus résistante chaque banque individuellement, on renforce la robustesse du système financier dans son ensemble. »

In : *La fascination de l'ogre ou comment desserrer l'étau de la finance ? (2019)*

Chapitre : Crises et régulations du système financier

I. Les « trois D » source de nouveaux risques

- A. Des risques liés à la financiarisation des bilans bancaires
- B. Des risques liés à la concentration et au développement des banques systémiques
- C. Des risques liés au développement du « shadow banking »

II. Les crises financières révèlent-elles l'inefficience des marchés ?

- A. Des crises financières imputables à des problèmes d'information
- B. Des crises financières dues à des chocs exogènes
- C. Une instabilité endogène ?

III. Quelle régulation financière ?

- A. La régulation microprudentielle
- B. La régulation macroprudentielle**

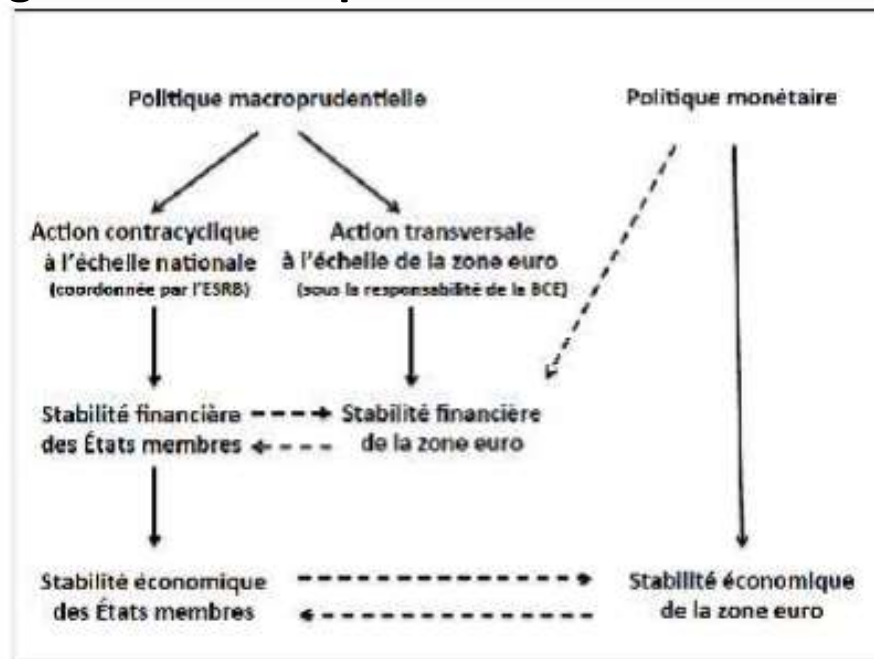
III – Quelle régulation financière?



F. VILLEROY DE GALHAU
Gouverneur de la Banque de France

« Comme toute activité humaine [...], la finance n'est [...] pas à l'abri de certains excès, ni de certaines limites. **Des études ont mis en évidence l'instabilité intrinsèque du système financier.** L'existence de comportements de prise de risque excessive [...] ou la possibilité de paniques bancaires sont autant d'exemples de défaillances de marché ou d'externalités négatives, qui justifient l'intervention publique et la régulation financière. »
Discours à l'Académie des sciences morales (06/12/2017)

La régulation macroprudentielle dans la zone euro



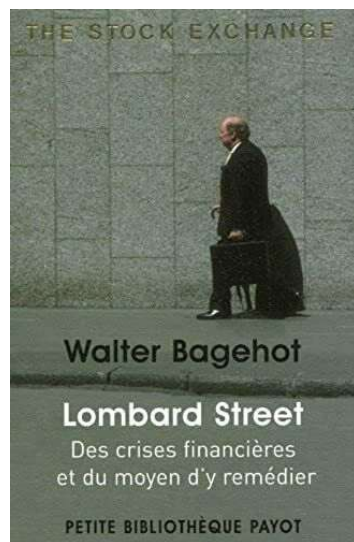
III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

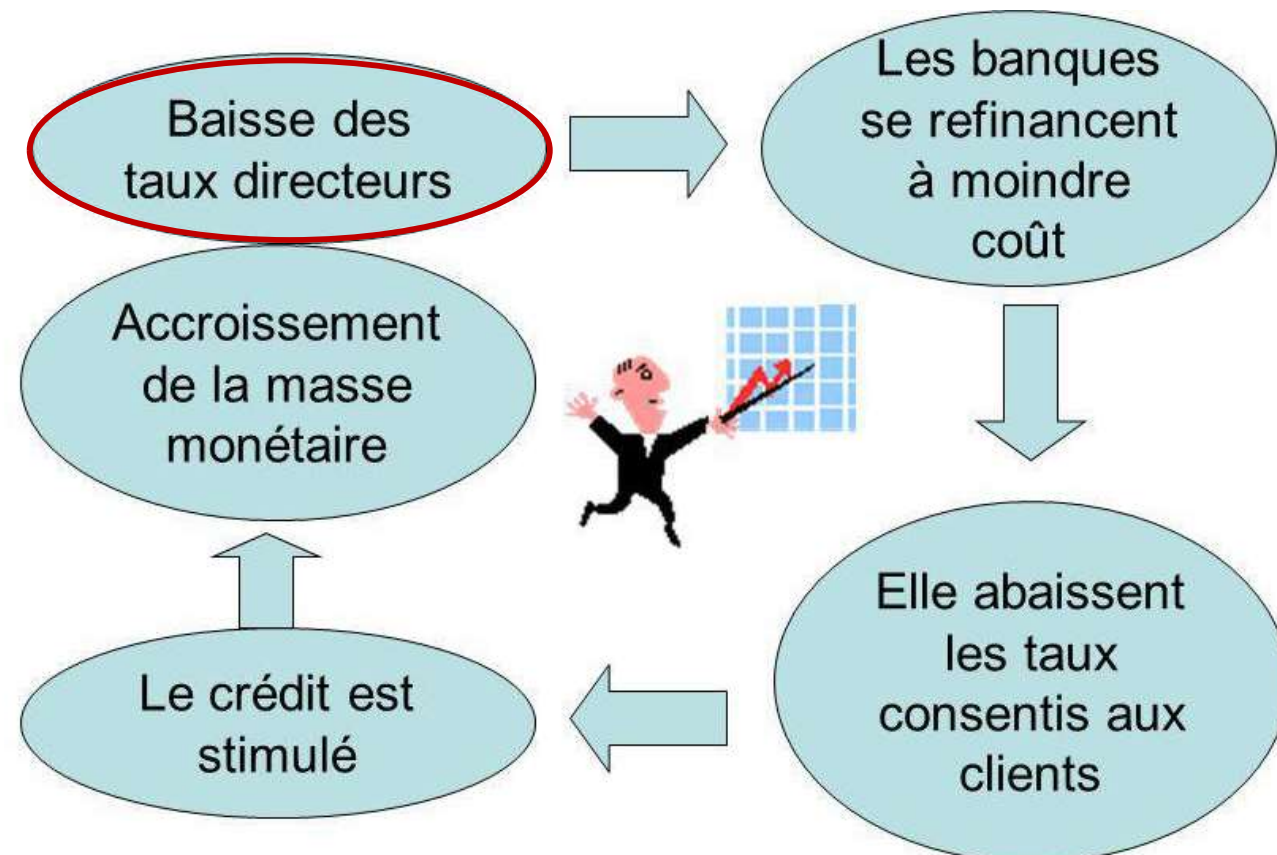
- Le rôle de prêteur en dernier ressort pour contenir le risque systémique

 voir doc. 34-37

Banque centrale et politique monétaire conventionnelle



1873



III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- Le rôle de prêteur en dernier ressort pour contenir le risque systémique

Banque centrale et politiques monétaires non conventionnelles après la crise des subprimes 📄 voir doc. 34-37



III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- **Le rôle de prêteur en dernier ressort pour contenir le risque systémique**

 voir doc. 37

La recapitalisation des banques par les pouvoirs publics

Apports en fonds propres ou quasi-fonds propres
réalisés par les pouvoirs publics au profit des banques
(en milliards d'euros)

BPCE	7,05
Dexia	6,55
Bnp Paribas	5,1
Société générale	3,4
Crédit agricole	3
Crédit mutuel	1,2
Total	26,3

Source : K. Berger, *Rapport fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire sur le projet de séparation et de régulation des activités bancaires*, texte disponible en ligne 2013, p. 18.

III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- Le rôle de prêteur en dernier ressort pour contenir le risque systémique

📄 voir doc. 20, 23

Exemples de sauvetages suite à la crise des subprimes



2007 : crise de liquidité

2007 : Renflouement par la Banque d'Angleterre

2008 : nationalisation

Banque anglaise de taille moyenne, très rentable, spécialisée dans l'immobilier britannique, sans rapport avec le subprime américain, mais qui finance ses prêts immobiliers à partir d'emprunts sur le marché interbancaire

III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- Le rôle de prêteur en dernier ressort pour contenir le risque systémique

📄 voir doc. 5, 22

Exemples de sauvetages suite à la crise des subprimes



Mars 2008 : la Fed accorde un prêt à un mois

Avril 2008 : autorisation de rachat par JP Morgan.

5^{ème} banque d'affaire américaine, dont 30 milliards de titres très risqués sont logés dans sa filiale Black Rock Financial Management

III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- **Le rôle de prêteur en dernier ressort pour contenir le risque systémique**

📄 voir doc. 22, 26, 31 et 33

Le non-sauvetage de Lehman Brother, le détonateur de la crise des subprimes



Créée en 1850

4ème grande banque d'affaire américaine
Très investie dans le prêt immobilier hypothécaire, portefeuille important de titres hypothécaires

Aout 2007 : 1^{ères} pertes sur les crédits subprimes, suppression de 2500 emplois, fermeture d'agences -> chute de sa valeur boursière

Avril 2008 : augmentation de capital de 4 milliards -> aucun effet positif sur sa valeur boursière

12 septembre 2008 : Proposition de sauvetage la séparant en 2 entités (bonne/mauvaise), mais personne ne veut racheter la mauvaise

15 septembre 2008 : déclaration de faillite

III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- **Recloisonner les activités bancaires**

Dodd-Frank Act et Volker rule (2010) aux Etats-Unis

Interdiction aux banques de :

- s'engager dans des activités de trading pour compte propre
- prendre des participations ou des financements dans certains véhicules d'investissements risqués (hedge fund, capital-investissement)



Paul VOLCKER
Ex-secrétaire
général de la
Réserve
fédérale

III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- **Recloisonner les activités bancaires**

Du Rapport Vickers (2011) au Royaume Uni aux lois votées en 2013

Les activités traditionnelles des banques seront peu à peu cantonnées dans des filiales indépendantes.



III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- **Recloisonner les activités bancaires**

Des recommandations du Rapport Liikanen (2012) dans l'Union Européenne...

- cantonner dans des filiales séparées les activités de banques d'affaires et de banque de dépôts
- Interdire aux banques le trading pour compte propre ainsi que pour le compte de leur client
- Interdire le financement des hedges funds et des fonds communs de titrisation



E. LIIKANEN
Gouverneur de
la Banque de
Finlande

III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- **Recloisonner les activités bancaires**

- **... à la Loi Moscovici en France (2013)**

- Séparation des activités « nécessaires » des activités « inutiles » au financement de l'économie

Limite : la définition très large des activités nécessaires au financement de l'économie inclut les opérations de trading pour le compte des clients (largesse obtenue sous l'effet du lobbying bancaire).



P. MOSCOVICI
Ministre de
l'économie et
des finances
(2012-2014)

III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

- **Taxer les transactions financières**

La taxe Tobin

« les échanges de devises transmettent des perturbations dont la source provient des marchés financiers internationaux. Les économies nationales et les gouvernements nationaux ne sont pas capables de s'adapter à des mouvements massifs de fonds à travers les échanges avec l'étranger, sans réelles difficultés et sans sacrifice significatif des objectifs de la politique économique nationale pour respecter l'emploi, la production et l'inflation ». (...) Il faut mettre en place un **taxe pour « jeter des grains de sable dans les rouages trop bien huilés de la finance. (...) « Il s'agirait d'une taxe internationale uniforme convenue, administrée par chaque gouvernement sur sa propre compétence ». La taxe serait de l'ordre de 0,01% des « transactions sur devise ».**

J. Tobin, « Une proposition de réforme monétaires internationale » (1978)



J. TOBIN
(1918-2002)

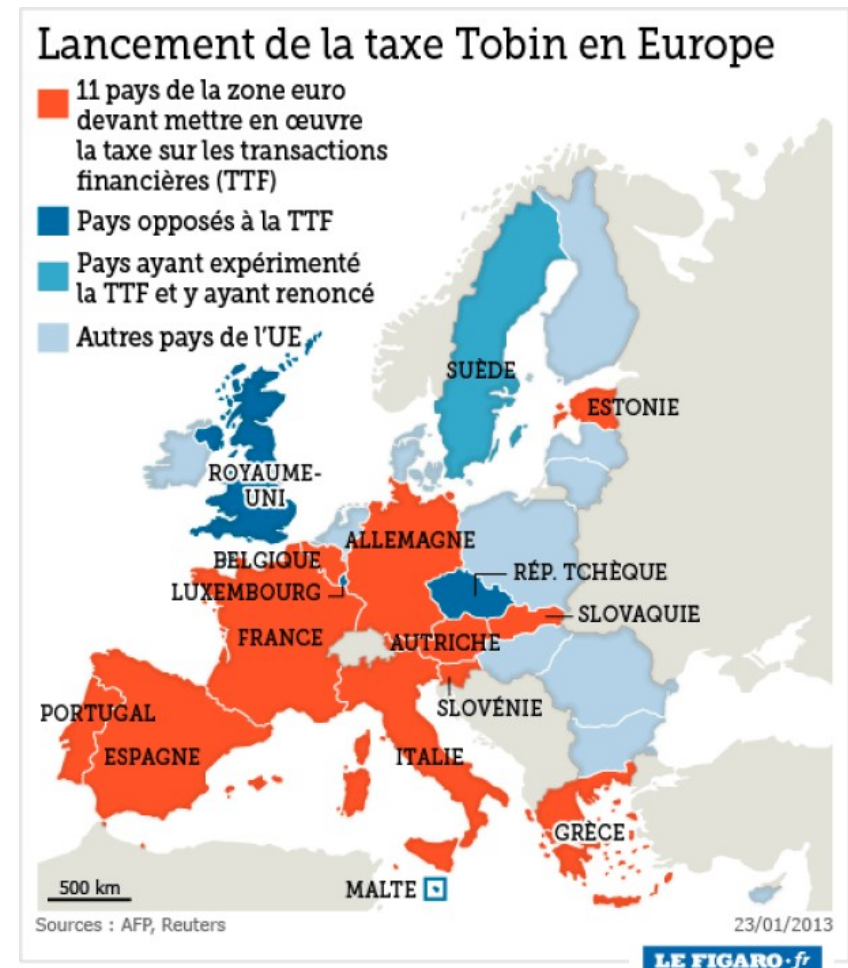
III– Quelle régulation financière?

B. La régulation macroprudentielle

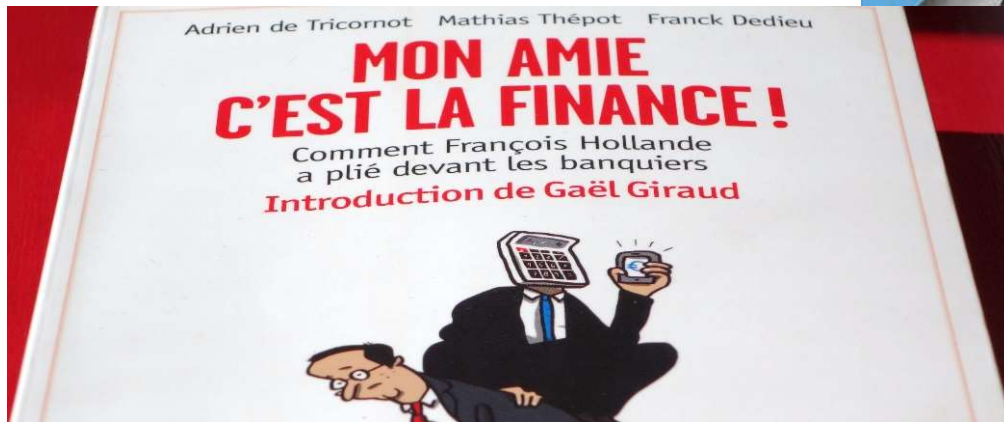
- **Taxer les transactions financières**

Le Parlement Européen a voté le principe de cette loi en 2011 sous le nom de Taxe sur les transactions financières (TTF), mais le Conseil des Ministres s'est opposé à son application.

La TTF en France : En France, une taxe sur les transactions boursières de l'ordre de 0,3% du montant de l'achat d'action d'une société dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros.



CONCLUSION : Les défis de la régulation financière



« Des voies de réformes sont indispensables à un déverrouillage de la fascination que le monde de la finance exerce sur nos élites. »
In : *La fascination de l'ogre ou comment desserrer l'étau de la finance ?* (2019)

L. SCIALOM