

Thèmes et questionnements	Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?
Notions de terminale et acquis de première	Notions de Terminale : Aléa moral, risque systémique, comportement mimétique, régulation Acquis de première : asymétrie d'information, risque de crédit

On présentera les mécanismes susceptibles d'engendrer un choc systémique, en insistant particulièrement sur les déséquilibres macroéconomiques, les anticipations mimétiques, et l'aléa moral.

L'interdépendance très forte des économies nationales et des places financières favorise l'occurrence de chocs « systémiques », caractérisés par une contagion des déséquilibres, d'une part au sein de la sphère financière, et d'autre part de la sphère financière vers la sphère réelle. Ainsi, les difficultés rencontrées par un acteur (une grande banque ou une grande compagnie d'assurance ; de même qu'un Etat) ou un marché financier (Marché des changes d'une monnaie, Marché d'une matière première) dans un pays sont alors susceptibles de se propager à l'ensemble du système ce qui menace d'entraîner son effondrement.

Le risque systémique peut donc se définir comme une dégradation brutale de la sphère financière qui compromet la capacité du système financier à remplir sa fonction fondamentale, l'offre de services financiers, avec des répercussions sur l'économie réelle.

On peut citer plusieurs mécanismes susceptibles d'engendrer un choc systémique, en premier lieu on peut citer les déséquilibres macroéconomiques ou **déséquilibres de la balance des opérations courantes**.

Le compte des transactions courantes enregistre toutes les opérations portant sur les échanges de biens, de services et les transferts courants entre une économie et le reste du monde. En effet, tout échange réel ou financier présente une contrepartie sous forme d'une transaction monétaire immédiate ou à venir. C'est-à-dire donne lieu à une entrée ou à une sortie de devises. Un excédent de la balance des opérations courantes désigne le fait qu'une économie vit « en dessous de ses moyens » c'est-à-dire qu'elle produit plus qu'elle ne consomme et investit. Elle est donc globalement un agent à capacité de financement vis-à-vis du reste du monde (cas de la Chine, du Japon, de l'Allemagne). En revanche, un pays dont le solde de la balance des opérations courantes est déficitaire est un pays qui vit « au-dessus de ses moyens ». Autrement dit, les agents économiques de ce pays (les résidents) produisent moins qu'ils ne consomment et n'investissent. Le pays est donc en besoin de financement vis-à-vis du reste du monde. Il s'endette pour pouvoir financer un déficit du commerce extérieur (c'est le cas des Etats-Unis). Ainsi, 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 paiements courants entre la Chine, le Japon, 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 débridée de la liquidité mondiale. L'accumulation d'excédents des paiements courants des pays émergents s'est traduite pour ces pays par une hausse du montant de leur épargne nationale prenant notamment la forme d'achat d'actifs de crédit américains (obligations, créances issues de la titrisation...). Dans le même temps, la hausse du prix de l'énergie (dans un contexte de rareté croissante) a entraîné un accroissement durable de la capacité de financement du Moyen-Orient et de la Russie (rente pétrolière et gazière). Or, les déséquilibres de balances de paiements courants d'économies dominantes, lorsqu'ils sont massifs et structurels présentent des risques sérieux pour la stabilité financière mondiale. **Dans la mesure où, un déficit permanent de balance des paiements traduit une insuffisance d'épargne et un excès de demande de l'un ou de tous les secteurs domestiques. Lorsque cet excès de demande est, comme c'est le cas aux États — Unis, alimenté par un endettement massif il génère notamment une excroissance du secteur bancaire et financier et une recherche permanente de financements sur les marchés mondiaux de capitaux.** De plus, les déséquilibres ont été en outre entretenus par une politique monétaire expansive motivée tout autant par le souci de maintenir ce type de croissance que par la préservation de l'attractivité de la place financière américaine, indispensable pour assurer le financement des déficits. Au final, aux États-Unis, mais également au Royaume-Uni ou en Espagne, les inégalités de revenus et l'appauvrissement relatif des salariés ont été compensés par un accès rapide au crédit. Cet endettement a largement soutenu les investissements immobiliers et la consommation des ménages, ce qui a contrebalancé le ralentissement des gains de productivité qui affaiblissait le potentiel de croissance. Ce régime de croissance fondé sur le surendettement n'était pas soutenable et il s'est interrompu brutalement avec la crise immobilière aux États-Unis.

On peut également évoquer le rôle des [comportements mimétiques et des bulles spéculatives](#).

Les marchés financiers ne sont pas des marchés comme les autres. Les échanges qui s'y réalisent dépendent de facteurs qualifiés de fondamentaux comme les profits des entreprises cotées sur les marchés boursiers, ou encore les déséquilibres des opérations courantes etc. Mais les décisions financières relèvent également, si ce n'est surtout, des anticipations quant à ces mêmes fondamentaux et quant aux risques adossés au dénouement futur de telles opérations. Or, ces prévisions répondent à des calculs individuels, mais aussi à des **anticipations mimétiques**, au sens où les décideurs préfèrent imiter le comportement des autres intervenants plutôt que de suivre leur propre opinion. Dès lors, il s'agit pour tout agent à chercher à deviner ce que sera l'opinion moyenne du marché. Néanmoins, le processus, en raison de sa nature autocentrée, ne saurait se limiter à l'anticipation de l'opinion moyenne. *En effet, chacun faisant de même, il s'agit d'anticiper l'opinion moyenne, puis l'anticipation de l'opinion moyenne, puis l'anticipation de ce que sera cette anticipation et ainsi de suite.* **Dès lors, la moindre information nouvelle peut faire basculer le marché d'un équilibre vers un autre et in fine d'un état euphorie (marqué par des bulles spéculatives) vers un état dépressif.** Il existe aussi un **mimétisme autoréférentiel** : ce mimétisme concerne les individus qui ne croient pas à la formation objective des prix. Pour eux, le prix n'est que le reflet de l'opinion majoritaire du marché. Les agents ne copient pas le marché parce qu'il est mieux informé, mais parce qu'ils savent que c'est le marché qui détermine le prix. **C'est ce qui explique l'occurrence de bulles spéculatives lorsque le prix d'un actif s'écarte de manière cumulative (de plus en plus) de sa valeur fondamentale. Dès lors, et là encore l'éclatement de la bulle, résulte d'un changement d'opinion collective résultant d'un choc exogène.**

Enfin, on peut citer le rôle [des asymétries d'information et plus particulièrement du phénomène d'aléa moral](#).

Plus précisément, la relation entre un prêteur et un emprunteur est caractérisée par des asymétries d'information (sélection adverse et **aléa moral**), et la banque est considérée comme l'agent de l'économie le plus à même de les réduire. Ex-ante c'est-à-dire avant que le contrat ne soit signé, elle est vigilante sur les clients qu'elles sélectionnent, et excluent par définition, les clients qu'elles jugent trop risqués. Ex-post, après la signature du contrat, elle s'assure que le client va tout mettre en œuvre pour rembourser son prêt. Ainsi, en raison de la relation de long terme qu'elle entretient avec ses clients, la banque a la capacité de sélectionner ex-ante et de surveiller ex-post ses clients. Toutefois, cette sélection et cette surveillance a un coût pour la banque. Or, **la titrisation peut l'inciter à limiter les coûts liés à la gestion des asymétries d'information.** En effet, sachant qu'elle va externaliser une partie des crédits accordés, elle n'a plus vraiment intérêt à estimer efficacement la solvabilité des emprunteurs puisque ce n'est pas elle qui supportera les conséquences mais les détenteurs des titres finaux. Ainsi, lorsque l'on passe d'un modèle « originate and hold » *celui qui initie le crédit en assume les risques* à un modèle « originate and distribute » *celui qui initie le crédit le vend* ; la banque relâche ses critères d'attribution des crédits, favorisant par là même l'endettement de ménages fragiles. Par ailleurs, les banques sont d'autant moins regardantes qu'elles supposent qu'en cas de difficultés, la Banque Centrale, peut intervenir comme prêteur en dernier ressort. On retrouve là, le phénomène d'aléa **moral**. Ce sachant « assurées » les banques au cours des années 2000 ont modifié leur comportement et adopté des comportements plus risqués. Autrement dit, certains acteurs financiers ont adopté des comportements opportunistes et ont accru leur prise de risque ; dans la mesure où ils ont supposé que les coûts seraient ensuite supportés par la collectivité. C'est d'ailleurs pour mettre un terme à l'**aléa moral** que la FED a refusé de refinancer la banque américaine Lehman Brothers qui s'est déclaré en faillite le 15 septembre 2008. Ce qui a conduit à une panique bancaire ce qui a généré un risque systémique puisque la confiance des agents s'est effondrée. Au final force est de constater que les marchés financiers ne sont pas des marchés efficaces comme le suppose la théorie libérale des marchés.

[L'exemple d'un marché permettra d'illustrer les problèmes posés par la volatilité des cours](#)

Les marchés de matières premières ne sont pas un marché d'actifs comme les autres : ces produits étant des intrants incontournables de l'économie réelle, leur évolution de prix a des conséquences directes et immédiates sur les investissements, la production ou encore l'alimentation, comme l'ont montré l'envolée des prix de 2007-2008. La crise alimentaire mondiale de 2007-2008 a pour origine une forte hausse du prix des denrées alimentaires de base, plongeant dans un état de crise quelques-unes des régions les plus pauvres du monde et causant une instabilité politique et des émeutes de la faim dans plusieurs pays. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette crise. Tout d'abord des facteurs structurels comme : La réduction des surfaces des terres arables, l'augmentation de l'utilisation des agro carburants dans les pays développés ; l'augmentation de la demande. Auxquels se sont rajoutés des phénomènes conjoncturels : des phénomènes climatiques, l'augmentation des prix du pétrole qui a augmenté considérablement le coût production.

Mais l'accroissement de la volatilité des marchés des matières premières est également dû au développement très important de financiarisation des marchés agricoles (Marchés à terme) depuis la fin des années 1990 et le début des années

2000. Ainsi, les produits agricoles font désormais partie intégrante des actifs financiers et les matières premières sont devenues des valeurs refuge en cas de crises. Ainsi, certains agents dont les hedge funds en particulier ont aggravé la hausse des prix par leur intervention sur le marché à terme.

On présentera quelques instruments de régulation des marchés financiers : réglementation prudentielle, contrôle des agents et activités soumis au risque de conflits d'intérêt (agence de notation, titrisation, etc.), mesures visant une plus grande transparence des marchés.

La régulation financière peut être définie comme un ensemble de mécanismes et de règles qui assurent le bon fonctionnement et la stabilité des marchés. En matière financière, l'action de régulation regroupe les mesures de réglementation des banques (**réglementation prudentielle**) et des autres services financiers (assurances, fonds d'investissement), ainsi que les actions de surveillance (de supervision) des marchés financiers. Au niveau national, la régulation est assurée par les États et les Banques centrales et un ensemble d'autorités indépendantes comme l'Autorité des Marchés Financiers en France (depuis 2003). Au niveau international depuis la crise des subprimes ont été mises en place deux institutions le Conseil de Stabilité Financière au niveau mondial et le Conseil Européen du risque systémique au niveau européen, qui ont pour but de surveiller les événements pouvant induire un risque systémique.

La réglementation prudentielle des banques : les accords de Bâle et l'Union bancaire en Europe.

Pour lutter contre l'**aléa moral** (les agents prennent trop de risques se sachant assurés), il existe la réglementation **prudentielle**. Celle-ci vise à élaborer des règles auxquelles doivent se conformer les acteurs financiers et notamment les banques. Elle doit permettre de maintenir la confiance dans le système bancaire, afin de rassurer les créanciers des banques et limiter à la fois le risque de liquidité (si la banque n'a pas assez de ressources disponibles pour rembourser ses créanciers) et le risque de solvabilité (si ses fonds propres ne suffisent pas à couvrir les pertes éventuelles sur la valeur de ses actifs). A ce niveau, il existe deux approches du contrôle des banques. Une approche **micro-prudentielle** qui consiste à limiter les faillites individuelles des banques en partant du principe qu'un bon contrôle des banques assure un bon contrôle du système. Et le risque **macro-prudentiel** qui consiste à limiter l'instabilité des systèmes financiers, en partant du principe qu'un bon contrôle du système assure un bon contrôle des banques

Les accords de Bâle I (1988), Bâle II (2006) et Bâle III (2010)

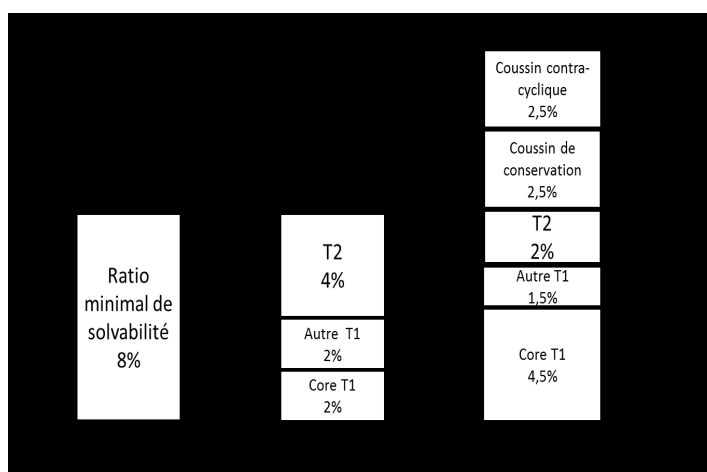
Au cours du comité de Bâle qui rassemble les plus grandes banques centrales, les autorités prudentielles ont décidé d'instaurer des normes internationales de renforcement de chaque établissement financier afin d'éviter des crises de plus en plus importantes.

Les autorités prudentielles ont souhaité encadrer la profession en instaurant des **contraintes réglementaires en fonds propres**. Initialement l'accord de Bâle I a instauré le rapport Cooke :

$$\text{Fonds propres de la banque} > 8\% \text{ des engagements de crédits}$$

L'accord de Bâle II instaure le ratio McDonough

$$\text{Fonds propres de la banque} > 8\% \text{ des (engagements de crédits + des risques de marché + des risques opérationnels)}$$



De plus la qualité des fonds propres a été accrue avec la notion de Tier One : les fonds propres durs. Enfin, Bâle III renforce la qualité des fonds propres et relève les ratios (avec un coussin dit de sécurité et un coussin « contra-cyclique »). Par ailleurs, pour certains établissements considérés comme « too big to fail », banques dites systémiques, il a été décidé d'une surcharge en capital (coussins "de risque systémique" de 1 à 5 % des fonds propres)

D'autres ratios ont également été institués :

Instauration d'un ratio de liquidité qui oblige les banques à maintenir en permanence un stock d'actifs liquides permettant de supporter une crise de liquidité aigüe pendant 30 jours. Son principe est le suivant : les réserves de liquidité (cash, titres d'État

liquides sur le marché et éligibles au refinancement en Banque Centrale...) doivent être supérieures aux fuites de liquidité générées par la perte des possibilités de refinancement sur le marché, par la fuite des dépôts.

Instauration d'un ratio d'effet de levier qui cherche à freiner le recours excessif à l'effet de levier dans le système bancaire.

L'Union bancaire dans l'Union Européenne

L'Union bancaire désigne dans l'Union européenne un processus européen de surveillance et de gestion des faillites éventuelles des plus grands établissements bancaires. Ce processus repose sur trois dispositifs :

Le Mécanisme de surveillance unique (MSU) fait de la Banque centrale européenne le superviseur prudentiel central des établissements bancaires de la zone euro. La BCE contrôle directement les plus grandes banques tandis que les autorités nationales continuent de superviser les autres banques. Leur principale tâche est de vérifier que les banques respectent les règles bancaires européennes et de remédier aux problèmes avant qu'ils ne deviennent critiques.

Le Mécanisme de résolution unique (MRU) dont l'objectif est de garantir une résolution ordonnée des banques défaillantes, en réduisant au minimum la charge qui pourrait retomber sur les contribuables et l'économie réelle. Le mécanisme de surveillance unique (MSU), en tant qu'autorité de surveillance, signale si une banque de la zone euro connaît de graves difficultés financières nécessitant des mesures de résolution. Le conseil de résolution unique décide alors si une banque doit faire l'objet d'une procédure de résolution, et à quel moment. Ce mécanisme unique de gestion des défaillances des banques, réduit, ainsi, l'interdépendance entre l'offre de crédit et la santé des finances publiques. Il permet également une meilleure protection de la stabilité financière et un contexte plus prévisible pour les décisions de consommation et d'investissement.

Le système européen de garantie des dépôts (SEGD) s'applique à tous les dépôts inférieurs à 100 000 euros et cela, pour l'ensemble des banques de la zone euro. Si une banque est placée en liquidation ou en résolution, et qu'il est nécessaire d'indemniser les déposants ou de financer leur transfert vers un autre établissement, le fonds national de garantie des dépôts de l'Etat-membre concerné ainsi que le SEGD interviendront. Le but du SEGD aura pour but ultime d'assurer une protection indépendamment de l'Etat-Membre dans lequel se trouverait placé le dépôt.

Un meilleur contrôle des agences de notation

Les agences de notation interviennent théoriquement pour donner des informations sur la solvabilité des émetteurs de titres de dette, afin de réduire les asymétries d'information sur les marchés financiers. Mais, celles-ci font face à deux critiques depuis la crise des subprimes : elles sont rémunérées par les émetteurs eux-mêmes (ce qui donne lieu à une situation de conflit d'intérêt) et elles n'ont pas toujours su évaluer correctement la qualité des titres qu'elles ont noté. Dès lors, il convient de prendre des mesures pour améliorer d'une part, la qualité du processus de notation et d'autre part pour renforcer les exigences en matière de transparence. En ce qui concerne la notation on peut recourir à des règles de rotation des analystes ou encore à une plus grande exigence sur la méthodologie d'évaluation des risques. En ce qui concerne la transparence on peut mieux organiser leur enregistrement et notamment leur statut juridique et leur actionnariat. De plus, afin de diminuer l'impact des agences de notation sur les marchés, la commission européenne, le parlement européen et le Conseil se sont entendus sur de nouvelles règles les régissant. Les agences vont désormais devoir annoncer à quel moment elles publieront leurs résultats.

La lutte contre les paradis fiscaux

Un paradis fiscal est un territoire à la fiscalité très basse comparé aux niveaux d'imposition existant dans les pays de l'OCDE, les réglementations y sont également peu contraignantes et avec peu de transparence sur les transactions (secret bancaire). Ces paradis fiscaux sont étroitement liés aux fonds spéculatifs (*hedge funds*). Force est de constater que ces paradis fiscaux sont également, étroitement liés à la crise des sub-primes. D'où la volonté affichée de certains gouvernements de lutter contre ces derniers. De plus, la réglementation de ces paradis off-shore se justifie car ils réduisent les ressources fiscales des Etats (évasion fiscale), affaiblissent la portée de la réglementation bancaire et financière et alimentent l'instabilité financière en favorisant le déficit de transparence d'une partie du système financier. Une meilleure transparence des marchés pourrait passer par l'obligation pour les paradis de fournir plus d'informations. Pour l'heure, la seule mesure concrète faite est la Liste Noire des paradis fiscaux développée en 2011 pour le G20. Mais toute la question est de poser des sanctions pour changer les comportements.

