

Fiche 3.2 : Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?

INDICATIONS COMPLÉMENTAIRES : On présentera les mécanismes susceptibles d'engendrer un choc systémique, en insistant particulièrement sur les déséquilibres macro-économiques, les anticipations mimétiques et l'aléa moral. L'exemple d'un marché de matières premières permettra d'illustrer les problèmes posés par la volatilité des cours. 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.), contrôle de la finance dérégulée (paradis fiscaux, fonds spéculatifs, etc.), mesures visant une plus grande transparence des marchés.

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

NOTIONS : Aléa moral, risque systémique, comportement mimétique, régulation.

Savoirs de référence sur la question

Les mécanismes à l'origine des chocs systémiques : déséquilibres macroéconomiques, anticipations mimétiques et aléa moral

L'impact des déséquilibres macroéconomiques

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 l'économie réelle ; les difficultés rencontrées par un acteur ou un marché financier dans un pays sont alors susceptibles de se propager à l'ensemble du système et menacer d'entraîner son effondrement. Dans le cadre de l'économie globalisée, les déséquilibres macroéconomiques peuvent créer une instabilité financière ; l'économie mondiale est ainsi marquée par l'ampleur des déséquilibres des paiements, entre le déficit de la balance courante américaine et les excédents dégagés par les pays du Golfe Persique et l'Asie, qui en sont la contrepartie.

La dégradation de la position extérieure des Etats-Unis (somme des créances nettes des agents résidents américains sur les agents non-résidents) ne cesse de s'aggraver depuis la fin des années 1990. En contrepartie des déficits courants américains, toutes les autres grandes régions du monde ont résorbé leurs déficits ou accumulé d'importants excédents courants à partir de la fin des années 1990, notamment le Sud-Est asiatique et l'Amérique Latine.

La hausse des 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). L'accumulation d'excédents des paiements courants des pays émergents s'est traduite par un niveau élevé de leur taux d'épargne, entraînant un gonflement des liquidités en circulation au niveau mondial, allouées partiellement à l'achat d'actifs de crédit (obligations,

créances issues de la titrisation...) et contribuant à maintenir un niveau de taux d'intérêt à long terme relativement bas.

Le rôle des comportements mimétiques et des bulles spéculatives.

En période d'expansion du crédit bancaire et de conjoncture favorable, les agents ont tendance à prendre plus de risques, or la contagion et le mimétisme de leurs comportements créent des phases de confiance excessive et de perte de mémoire collective face aux crises précédentes par un mécanisme « d'aveuglement au désastre ».

Les crises des marchés financiers sont essentiellement liées à l'éclatement de ces bulles spéculatives qui se nourrissent de l'écart croissant entre la valeur « fondamentale » des actifs (actions, biens immobiliers) et leur valeur de marché. Ces déviations des prix des actifs, appelées « bulles », ont des effets très néfastes sur la stabilité économique et financière, tant à la hausse (excès d'endettement, insuffisance d'épargne) qu'à la baisse (risque de déflation et de crise bancaire). Comme l'a montré John Maynard Keynes, les marchés financiers favoriseraient les comportements d'imitation dont l'objectif est davantage d'anticiper l'évolution de l'opinion majoritaire des opérateurs financiers que de contribuer à la convergence des prix vers la valeur réelle des titres. Ce comportement, rendant toute évaluation objective difficile, serait particulièrement à l'œuvre sur les marchés d'actions. Par ailleurs, la possibilité de revendre à tout moment les titres (ce qu'on appelle la liquidité) devient largement illusoire lorsque tous les agents décident de les céder en même temps et que personne ne désire plus les acheter : il se produit alors un krach boursier. Dans les économies actuelles, le krach produit généralement un effet de richesse négatif, l'effondrement du cours des titres provoquant un appauvrissement des agents économiques et entraînant une baisse de la demande globale. De plus, les banques jouent un rôle considérable par le crédit qu'elles octroient aux agents économiques à court et à long terme : les pertes enregistrées par les banques sur les marchés financiers, en réduisant leurs fonds propres réglementaires, peuvent entraîner une contraction du crédit à l'économie et freiner la croissance.

Des dysfonctionnements microéconomiques

L'instabilité sur les marchés financiers peut également naître en raison du développement de nouveaux instruments financiers, à l'instar de la titrisation, technique massivement utilisée par les banques à partir des années 2000. La titrisation permet en effet de transformer des crédits bancaires en titres négociables, cédés ensuite à d'autres investisseurs avec les risques qu'ils comportent. Avec la titrisation, la relation traditionnelle entre la banque et le client emprunteur, qui permet d'évaluer correctement le risque de crédit (modèle dit « initier les crédits et assumer le risque », *originate and hold*) est passée au second plan, au profit d'un nouveau modèle appelé « initier et vendre les crédits » (*originate and distribute*).

En période de bulle boursière, le contrôle du risque de crédit par les banques peut se relâcher et conduire à sous-évaluer les possibles défauts de remboursement des emprunteurs (disséminés dans des montages financiers de plus en plus complexes). Depuis 2007, l'action des Etats, mais aussi des Banques centrales en tant que prêteurs en dernier ressort afin de restaurer la confiance et soutenir le crédit par le sauvetage de certains établissements bancaires menacés de faillite, a également démontré les risques d'aléa moral (certains acteurs financiers adoptent des comportements opportunistes et accroissent leur prise de risque, les coûts étant ensuite supportés par la collectivité). La défaillance d'un établissement financier de taille importante peut toutefois entraîner un phénomène de panique bancaire (une ruée vers les guichets) et générer un risque systémique lorsque la confiance des agents économiques s'effondre : c'est ce mécanisme qui s'est produit lors de la faillite de la banque américaine Lehman Brothers en 2008. Le compte-rendu du G20 de Pittsburgh (septembre 2009) recommande ainsi aux Etats de réduire l'aléa moral sur les marchés financiers, notamment par une modification du système de rémunération des opérateurs de marché (comme le versement de bonus qui incite à une prise de risques excessive) et par un encadrement plus strict des opérations de titrisation.

La volatilité des cours sur les marchés de matières premières

Le retour de l'instabilité financière s'est accompagné d'une plus forte volatilité de certains marchés, comme celui des matières premières (matières premières agricoles, métaux, énergie). Pour chacun de ces produits, il faut distinguer le marché physique où s'échangent les actifs physiques (produits agricoles, énergétiques) et les marchés dérivés où s'échangent des contrats qui portent sur ces actifs physiques « sous-jacents » (marchés à terme et marchés d'options).

Le prix des matières premières s'inscrit dans une tendance orientée à la hausse car l'offre de matières premières peine à répondre à la demande. Celle-ci a en effet tendance à augmenter en raison de l'accroissement de la population mondiale et des besoins en matières premières, de l'essor de la demande solvable dans les pays émergents et de la généralisation des modes de vie « intensifs en matières premières ». L'offre, quant à elle, est confrontée à un ralentissement des gains de productivité dans l'agriculture, à une concurrence croissante dans l'usage des terres arables, à une montée des aléas climatiques et à un épuisement des réserves énergétiques (pétrole).

Au-delà de ces aspects fondamentaux, viennent s'ajouter des éléments plus conjoncturels qui peuvent accroître la volatilité des cours : impact des fluctuations du dollar sur le prix des matières premières, rôle des taux d'intérêt et de l'inflation qui poussent à la spéculation sur ces marchés, ou encore instabilité politique dans certains pays. Pour expliquer la volatilité accrue sur les marchés financiers, mesurée par l'écart-type des variations relatives de prix, on évoque généralement le rôle de la spéculation financière qui se reporte sur ce type de marchés en période de crise, le manque de transparence des transactions avec une incertitude sur l'état des stocks (produits agricoles et réserves pétrolifères notamment), la déréglementation des marchés agricoles et l'ouverture croissante à la concurrence (négociations commerciales multilatérales). La volatilité des prix agricoles a ainsi été mise à l'agenda des réunions du G20 puisqu'elle est de nature à mettre en péril la sécurité alimentaire dans les pays du Sud et à aggraver les inégalités mondiales.

Les instruments de régulation des marchés financiers

La réglementation prudentielle dans le secteur bancaire

La crise financière de 2007 a démontré les failles en matière de régulation du système financier mondial, notamment en ce qui concerne le contrôle des risques encourus dans le cadre des innovations financières en plein essor depuis les années 1990 (produits dérivés, titrisation). Les Etats ont réaffirmé, lors des rencontres internationales (G20), leur volonté de renforcer la régulation du secteur financier, soit l'ensemble des règles juridiques qui organisent et encadrent le secteur financier et permettent d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers.

La réglementation financière 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 à l'échéance) et le risque de solvabilité (si ses fonds propres ne suffisent pas à couvrir les pertes éventuelles sur la valeur de ses actifs). Dès la fin des années 1980, des ratios de solvabilité (dits « ratios prudentiels ») ont été instaurés afin d'imposer aux banques un certain volume de fonds propres (terme comptable qui figure au passif de leurs bilans) en lien avec les risques encourus. Ces ratios prudentiels sont censés mieux coordonner la réglementation bancaire et inciter les banques à limiter les crédits et surtout les risques afférents (ratio Cooke en 1988 puis ratio Mc Donough en 2007), sans toutefois les rationner excessivement et freiner la croissance.

La nouvelle réglementation dite de « Bâle III », pilotée par le comité de supervision bancaire dit « comité de Bâle » (car abrité par la Banque des règlements internationaux située à Bâle), doit s'appliquer à toutes les banques internationales d'ici 2019 afin notamment de réguler le niveau de fonds propres que les banques doivent détenir en fonction des risques qu'elles encourent et du niveau de liquidités qu'elles doivent détenir pour faire face à leurs engagements. Aux Etats-

Unis, la loi de réglementation financière (*Dodd-Franck Act*), votée en juillet 2010 par le Congrès américain, a tenté d'imposer une distinction entre les opérations de banque pour leur compte propre et le reste de leurs activités et souhaité limiter l'intervention des banques de dépôt hors de leur domaine, même si l'application concrète de la loi Dodd-Franck reste à mettre en œuvre. A l'occasion des différentes réunions du G20 depuis 2009, les Etats ont réaffirmé la volonté d'améliorer la transparence des marchés face au « shadow banking system » (système bancaire parallèle fondé sur les activités de transfert de risques comme la titrisation) qui a vu la création d'entités peu régulées logeant une partie des actifs risqués des grandes banques internationales. Les responsables politiques ont affirmé leur volonté de renforcer le contrôle de la titrisation et de mettre en œuvre une régulation plus stricte des marchés dits de « gré à gré », sur lesquels les transactions sont conclues directement entre le vendeur et l'acheteur, qui s'opposent aux marchés dits « organisés », où les transactions se font à la Bourse dans un cadre réglementaire plus strict. Il s'agirait alors de promouvoir par exemple la création de chambres de compensation afin d'obliger les parties d'une transaction à verser un dépôt initial représentant une fraction du montant de la transaction.

Un meilleur contrôle des agents et activités soumis au risque de conflit d'intérêt : les agences de notation

Les débats sur la réglementation financière ont aussi évoqué le rôle de certains acteurs importants, comme les agences de notation. Entreprises privées dont la tâche est de produire de l'information financière sous différentes formes, les agences de notation se sont développées pour synthétiser l'information financière en notant la dette des entreprises et des Etats en fonction des risques que ces derniers présentent. Chaque agence utilise une grille de notation différente, mais l'échelle des notes va globalement de AAA (le « triple A » étant la marque des risques les plus faibles comme ceux portés par les obligations de l'Etat allemand) à C ou D (pour les titres dont les émetteurs présentent des risques élevés de non remboursement). Les agences les plus importantes sont les deux agences américaines, Standard and Poor's et Moody's, et l'agence européenne Fitch.

La concentration du secteur (ces trois agences contrôlent 90 % du marché de la notation) pose des problèmes importants et la qualité des évaluations proposées ainsi que les risques de collusion et de conflits d'intérêt entre les émetteurs et ceux qui les notent ont été dénoncés dans les débats sur la régulation.

Le G20 de Pittsburgh de septembre 2009 préconise ainsi, outre un renforcement de la concurrence sur un marché de la notation oligopolistique, une interdiction pour les agences de notation d'exercer d'une activité simultanée de conseil sur la structuration de certains produits financiers (comme ceux liés à la titrisation) et la notation de ces mêmes produits financiers, source de conflits d'intérêt. L'agence est employée par l'acteur de marché qui souhaite être noté, ce qui soulève la question de l'indépendance de l'agence dans le processus de notation. La confiance des marchés financiers repose donc sur la réputation des agences de notation qui a été ébranlée par la crise des *subprimes* de 2007.

Un contrôle plus étroit de la finance dérégulée et une plus grande transparence des marchés

La crise financière a conduit les autorités de régulation à s'interroger sur les dérives de la spéculation initiée par les fonds d'investissement, au premier rang desquels les fonds spéculatifs (*hedge funds*). Ces fonds cherchent à atteindre un très haut niveau de rentabilité grâce à des stratégies risquées basées sur des modèles mathématiques sophistiqués afin de dégager des performances plus élevées que les indices boursiers traditionnels. Leur structure juridique et leur domiciliation fréquente dans les paradis fiscaux leur permet d'échapper largement à la rigueur de la réglementation des marchés.

Depuis la crise financière, la régulation des *hedge funds* constitue un enjeu crucial de la réforme du système financier mondial : s'ils ne sont pas directement la cause de la crise, ils ont été de

gros acheteurs d'actifs risqués et ont favorisé l'essor de nouveaux produits financiers (titrisation, dérivés de crédit) dans lesquels ils ont massivement investi.

La question des paradis fiscaux (îles Caïmans, Bermudes, Bahamas, etc.), ces territoires où la fiscalité est très faible en comparaison avec les autres pays et qui offrent des réglementations peu contraignantes et peu de transparence sur les transactions nouées (secret bancaire), est étroitement liée à celle des fonds spéculatifs (*hedge funds*) et de la régulation financière. La réglementation de ces centres financiers dits « off-shore » se justifie par le fait qu'ils réduisent les ressources fiscales des Etats (évasion fiscale), qu'ils affaiblissent la portée de la réglementation bancaire et financière, et qu'ils alimentent l'instabilité financière en favorisant le déficit de transparence d'une partie du système financier. Une meilleure transparence des marchés pourrait ainsi passer par l'obligation pour les paradis fiscaux de fournir davantage d'informations sur leurs activités.

Ressources et activités pédagogiques proposées

Activité 1 : les comportements mimétiques

Finalité : permettre aux élèves de comprendre l'importance et les implications des comportements mimétiques à l'œuvre sur les marchés financiers.

Etapes et ressources préconisées :

- Analyser un texte expliquant les mécanismes qui conduisent à la formation des bulles spéculatives.

Texte pages 182-183, « Deux métaphores : le concours de beauté et la pomme Golden », in Akerlof G., et Shiller R., *Les esprits animaux, Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*, Pearson, 2009.

Questions

1. Quels liens peut-on établir entre les deux exemples cités dans le texte et le comportement des investisseurs sur les marchés financiers ?
2. Quelles peuvent être les conséquences de ces comportements sur l'évolution des cours et l'instabilité financière ?

Activité 2 : Le rôle de la titrisation

Finalité : permettre aux élèves de comprendre l'importance du mécanisme de la titrisation dans le financement de l'économie et l'instabilité financière.

Etapes et ressources préconisées :

- Analyser un texte sur le rôle de la titrisation dans le déroulement de la crise des *subprimes* en 2007. Texte pages 12-13 et 16-17 « Comment la multiplication d'emprunts aussi risqués a-t-elle été possible ? », in Couderc N., Montel-Dumont O., *Des subprimes à la récession, comprendre la crise*, La Documentation française, 2009.

Questions

1. Quels sont les avantages et les risques de la titrisation pour le financement de l'économie ?
2. Expliquer dans quelle mesure l'essor de la titrisation a été favorisé par les déséquilibres macroéconomiques au sein de l'économie mondiale.
3. Rechercher dans quelle mesure la titrisation a été au cœur de la crise des *subprimes* de 2007 (utiliser les termes « taux d'intérêt », « risque de crédit », « asymétries d'information », « comportement mimétiques », « aléa moral » et « risque systémique » pour construire votre réponse).

Activité 3 : Les décisions du G20 en matière de régulation financière

Finalité : faire le point sur les chantiers et les avancées en matière de régulation financière.

Etapes et ressources préconisées :

- Réaliser une recherche sur les décisions des différentes réunions du G20 depuis 2009 et répertorier les décisions importantes prises en matière de régulation financière.
- Cette activité pourrait par exemple permettre d'évoquer les débats relatifs à la régulation financière lors du Sommet de Pittsburgh en septembre 2009 (communiqué final).

Le site du G20 : www.g20.org/ ; Les propositions du sommet de Pittsburgh en matière de régulation financière internationale : www.minefe.gouv.fr/actus/09/pittsburghg20.html

Activité 4 : Les agences de notation

Finalité : expliquer aux élèves le rôle et l'importance des agences de notation dans la finance globalisée mais aussi les critiques dont elles font l'objet dans le cadre des projets de régulation financière.

Étapes et ressources préconisées :

- Choisir une des trois grandes agences de notation (Fitch, Moody's, Standard and Poor's) et présenter son histoire, ses fondateurs, ses caractéristiques et son échelle de notation.
- Rechercher des éléments du débat sur le rôle des agences de notation durant la crise des subprimes et durant la crise des dettes souveraines dans la zone euro, et en faire une présentation synthétique en montrant leur utilité puis les limites et les risques de leur action en période de crise financière.

www.lafinancepourtous.com/-Les-agences-de-notation-.html

Pour aller plus loin

- Lire une matrice de transition.

Matrice de transition de l'agence Standard and Poor's (1975-2010)

Probabilité historique de transition à un an (1975-2010)*

Rating (notation) un an plus tard (%) -

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/CC	SD	NR
AAA	97,78	2,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
AA	3,37	93,63	2,25	0,00	0,37	0,37	0,00	0,00	0,00
A	0,00	3,60	92,81	3,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BBB	0,00	0,00	6,75	89,03	3,38	0,84	0,00	0,00	0,00
BB	0,00	0,00	0,00	6,14	88,05	4,10	1,02	0,68	0,00
B	0,00	0,00	0,00	0,00	7,20	86,36	3,41	1,89	1,14
CCC/CC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	31,82	31,82	36,36	0,00

Les notes inscrites en colonne indiquent la notation de départ, les notes inscrites en ligne la notation d'arrivée, un an plus tard (la colonne SD correspond à l'état de défaut, la colonne NR correspond à la suppression de la notation au cours de l'année).

Lecture : on part de la colonne de gauche (état de notation de départ) pour trouver en ligne la probabilité d'arrivée dans les différents états de notation.

Ainsi :

- sur l'échantillon historique 1975-2000, 97,78% des émetteurs notés AAA en début d'année sont restés AAA à la fin de l'année
- sur l'échantillon historique 1975-2000, 2,22% des émetteurs notés AAA en début d'année ont été dégradés et sont devenus AA
- sur l'échantillon historique 1975-2000, aucun émetteur AAA n'a été dégradé au-delà de la note AA sur un horizon d'une année.

1. Quelle est la probabilité qu'un émetteur noté AAA fasse défaut sur un horizon de 1 an ? Même question pour un émetteur noté BB.

2. Sous l'hypothèse de la stabilité de la matrice de transition dans le temps, un émetteur noté AAA peut-il faire défaut deux ans plus tard ? Même question pour émetteur noté BBB.

Bibliographie

Bibliographie sélective et commentée à l'usage du professeur

Aglietta M., *La crise, les voies de sortie*, Michalon, 2010.

[Les chapitres 4, 5 et 6 reviennent sur le déclenchement, la mondialisation et les retombées économiques de la crise financière de 2007.]

Couderc N., Montel-Dumont O., *Des subprimes à la récession, comprendre la crise*, La Documentation française, 2009.

[Notamment les pages 11 à 25 sur les mécanismes de la crise des subprimes.]

Coupey-Soubeyran J., *Monnaie, banques, finance*, PUF, 2010.

[Notamment le septième chapitre intitulé « Instabilité des systèmes financiers et supervision ».]

Frison-Roche M-A., *Les 100 mots de la régulation*, coll. « Que sais-je ? », PUF, 2011.

[Un ouvrage qui propose des définitions de notions importantes en relation avec le thème (agences de notation, normes prudentielles, normes comptables, régulation, risque systémique...)]

Jacquillat B., Lévy-Garboua V., *Les 100 mots de la crise financière internationale*, coll. « Que sais-je ? », PUF, 2011.

[Un ouvrage qui sélectionne de nombreuses notions expliquant le vocabulaire utile pour comprendre les crises financières.]

Bibliographie complémentaire

Giraud P-N., *Le commerce des promesses*, Seuil, 2009, 2^{ème} édition.

Keeley B., Love P., *De la crise à la reprise, Causes, déroulement et conséquences de la Grande Récession*, Les essentiels de l'OCDE, 2011.

Marteau D., *Les marchés de capitaux*, coll. Coursus, Armand Colin, 2012.

Mishkin F., *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson, 2010.