**Les crises financières et leur régulation**

**Intro**

Ex du krach boursier en Chine en 2015: perte de valeur des titres cotés à la bourse de Shanghai = csq d’une bulle speculative -> série de mesure par le gvt pr limiter les csq sur les ménages des classes moyennes (avaient placé leur épargne): baisse des TI de la BC, nb de ventes à CT réduit, introduction en bourse interdits, on incite les ménages à acheter des titre pr que leur valeur cesse de baisser… Crise gagne ensuite d’autre bourses chinoises (Shenzhen et HK). Reprise en février 2016.

* **2M° = montre de l’instabilité eco et des crises fin** (svt crise jumelles ie crise bancaire et de change) -> 90s stt. Série de crises locales ou régionales avc répercussions internationales: crise mexicaine (94-95), « crise Tequila », crise asiatique en 97, crise en Russie et au Brésil en 98-99, en Turquie fin 2000, en Argentine 2001, re au Brésil en 2002. Crises **aussi ds pays développés**: quasi faillite en 98 du fond d’investissement spéculatif Long Term Capital Management ou éclatement de la bulle internet début 2000s. D’ampleur inégale, crises ont pris des **formes diff: boursière, cambiaire (de change), dettes souveraines, immobilière**. Crise des subprimes 2007 a marqué 2e phase de la M° // crise de 29.
* Recherche de **mécanismes de base pr expliquer passage entre fragilités financières et crise**: inefficience des marchés VS intuition keynésiennes en situation d’incertitude = **origines exogènes VS endogènes.** Explication actuelles des crises avc instabilité fondamentale des marchés + rôle des asymétries d’info, de la spéculation et des comportements mimétiques.
* **Régulation = limiter les csq néfastes sur les eco** -> ex des interventions tardives et très limitées des BC lors de la crise de 29: Friedman et Schwarz ac de la réaction tardive de la FED face à la contraction d’un tiers de la masse moné. **Régulation = solutions apportées pr prévenir de nvlles crises -> pol macroprudentielles** (vise à réduire risque systémique et ses couts) **+ pol microprudentielles** (cherche à limiter les risques de défaillance des établissements bancaires et fin) avc réflexions sur dangers de l’innovation fin ou asymétries d’info et shadow banking.

1/ 18

**I- Mise en perspective historique des crises financières**

A- Crise financière: de quoi parle-t-on?

1- Les crises financières sont récurrentes depuis les débuts du capitalisme

* Crise = moment de retournement brutal de la conjecture + phase de récession qui suit. Charles Kindleberger: crise fin st un **« éternel recommencement** **»** car mêmes mécanismes à l’oeuvre à chaque fois. Au **XVII et XVIIe**, crise prennent la forme de **crise**

**de la dette des Etats et crises spéculatives EX**: 1- Ex de la crise des tulipes en 1637, 2- faillite de la Compagnie des mers du Sud en 1720: en échange de titre de la dette, on récupère des actions de la compagnie des mers du Sud. Au **XIXe**: **faillites bancaires** retentissantes. Aux **XX et XXIe**, pl formes classiques:

* + **Krach boursiers**: bulles spéculatives éclatent sur marchés fin -> crise de confiance entre les agents qui veulent tous vendre leur titres -> **effondrement brutal et généralisé des cours** : krach de 29, krach de 1987 à la bourse de NY avc montée brutale des TI à LT, en 2000 et 2002, krach boursier rampant = faillite ou sauvetage de grandes entreprises = éclatement de la bulle internet. En **2008, krach boursier conduit à une forte baisse des cours**. Assureur AIG ou bq Lehman Brothers par ex en cessation de paiement.
	+ **Crises de change:** ont pris la forme d’attaques spéculatives ou d’effondrement brutal d’un système de change -> **baisse brutale du cours des monnaies.**
	+ **Crises bancaires**: bq plus en mesure de garantir les avoirs déposés par leurs clients -> faillites ou sauvetages par les autorités. **Double risque** des bq: risque d’insolvabilité et risque de liquidité

=> Ya aussi des crises obligataires; crises de la dette souveraine, crise immobilière, liées aux métaux précieux, aux matières premières.

* Crises peuvent se cumuler et s’enchaîner -> Crise des subprimes  **= krach boursier (2008) + crise immobilière (2006-2007) -> crise bancaire** car bq ne se font plus confiance dc decident de ne plus se prêter entre elles -> renflouement pr les Etats -> **affecte les monnaie** (dépréciation du $) et **aug dette publique** -> **EX**: dette publique grecque passe de 100% du PIB en 2007 à 180% en 2014.

2- Les crises financières se caractérisent par une forte instabilité financière

Crise financière = variation brutale et massive des variables financières -> risque systémique à la sphère fin et à la sphère réelle.

* Crise financière se caractérise par **instabilité brutale, et d’ampleur**: instabilité des cours, des tx de change et des TI -> repérage des crises grâce à des **indicateurs**: crise de change quand valeur d’une monnaie supérieure à 25% par ex. **EX**: Jeudi Noir le 24 octobre 1929, baisse totale des cours à la bourse de NY de 13%

2/ 18

* **Variations se propagent dans la sphère financière = risque financier systémique -> EX**:après lundi noir de 1987, chute de la 1e bourse mondiale entraine ds son sillage les autres grandes places avec un plongeon de 46% à HK par ex. **Problème de solvabilité** -> **crise de confiance car crise de liquidité** dc bq ne se prêtent pas entre elles -> **EX**: contraction du credit avc crise de 2008.
* **Variations se propagent aussi à l’eco réelle**:
* Effets de la crises transmis par le **canal du credit**: **entreprises ne peuvent plus s‘endetter** auprès des bq qui elles mêmes sont endettées, ni sur les marchés fin car effondrement des cours -> dc **doivent réduire leurs couts** (licenciements par ex car Plus flexible à CT) **et leur inv** -> nuit à la conso et à la prod => restrictions ds l’octroi de credit freinent l’activité.
* **D contrariée**: dvt épargne de précaution par les ménages + report des dépenses de conso + réduction de leur endettement => déflation par la dette (Irving Fisher: chute P des actifs -> emprunteurs vendent pr rembourser leur dette -> contraction de la D -> déflation par la dette => emprunt est alors plus diff remboursable car valeur réelle aug. Réduction de la conso amplifiée par effet de richesse négatif lié à la baisse du P relatif des actifs immo ou fin. Entreprise aussi se désendettement et reportent leur inv => report des dépenses d’inv et de conso pèse sur la DG. **EX**: situation des EU après la crise de 29 en plus, chômage aug très vite. Crise se diffuse ensuite au reste du M -> récession et hausse du chômage ds ppx pays développés + contraction du commerce mondial.
* Enchainement de **5 phases** à chaque fois:
* **1= Expansion** qui suit récession: hausse des revenus va de paire avc dvt du credit -> permet de financer les inv et dc alimente la croissance -> optimisme de la part des agents -> achetant des actifs -> aug de leur valeur marchande.
* **2= Euphorie** car confiance: dvt endettement + hausse P des actifs -> formation de bulles fin -> propagation à la sphère réelle car interdépendance des marchés -> surendettement car sous évaluation du risque.
* **3 = Retournement** après un événement particulier (hausse TI directeurs par la BC par ex): **EX**: avt crise de 2008, Fed a aug brutalement ses tx longs.
* **4 = Pessimisme**: aversion au risque -> réduction du credit.
* **5 = Déflation par la dette**: obsession du désendettement pousse agents à vendre leurs actifs pr rembourser leurs crédits -> baisse des P et aug poids réel de la dette.

**B- Diversité et similitudes des crises financières**

3/ 18

1- Les trois grandes crises d’ampleur systémique: 1873, 1929 et 2008

**1873, 1929 et 2008** -> ont ébranlé le système eco et fin international -> **caractéristiques communes:**

* **Crises multiformes: fin, eco et soc:** crise fin se propage à l’eco réelle et se traduit par baisse de la prod et du chômage.
* **Grande Dépression fin XIXe (1873-1896**): crise bancaire démarra par faillite de bq autrichiennes incapables de récupérer leur créances immo -> crise de confiance s’étend aux bq françaises et allemandes, puis à la bourse de NY -> répercussion principale sur la sidérurgie en Europe et les CDF aux EU.
* **Krach de 1929 et crise des 30s:** après krach, emprunteurs ont spéculé grâce à l’emprunt -> ne peuvent plus rembourser -> pertes sèches des bq -> rétreignent le credit -> crise devient bancaire en 1930: crédits ne sont pas remboursés par les entreprises -> bq fragilisées -> épargnants retirent leur argent des bq -> faillites de pl bq -> crise devient co en 1931: baisse des crédits -> baisse inv et conso -> prod chute et chômage explose.
* **Crise de 2007-2008**: crise fin débute en 2007 avc crise des subprimes -> aggravation en 2008: Fannie Mae et Freddy Mac, organismes de refinancement hypothécaires, mises sous tutelle et Lehman Brothers fait faillite le 15 sept. CAC 40 baisse de 43% en 2 mois. Crise de confiance entre les bq -> crise de liquidité et resserrement du credit -> propagation de la crise -> crise fin aggrave récession et hausse du chômage ds ts les pays.
* Introduisent une **rupture ds le mode de croissance dominant**:
* **Grand Dépression** caractérisée par longue stagnation eco en Europe et aux EU -> puis période de prospérité (Belle Epoque) grâce à conversion progressive des eco mondiales au LE et l’avènement de la 1M°.
* **Krach de 29 et crise des 30s** = crise de crise de surproduction = résultat d’une contradiction entre dvt d’une prod de masse (OST par ex) et maintien des modes de nv de conso plus anciennes. Insuffisance de la D aussi ac de la montée en puissance de la prod de B de conso durable (prod auto amé passe de 2 à 5 au cours des 20s). Forte baisse de la prod pdt la crise car D sensible à la conjoncture -> repli de conso nvlle et conso fiancée par des crédits à la conso ds les 20s aux EU. Moment de tension entre transformations du régime d’accumulation du K et celui de la régulation des salaires: eco va mal dc croissance plus faible des salaires (-> frein à la D) car travailleurs pas assez organisés pr négocier les salaires. Crise -> déflation. brutale -> effondrement de la prod + hausse considérable du chômage + appauvrissement de la prod. **Csq géopo importantes (2GM, leadership amé) -> débouché sur nv modele de pol eco inspirés du keynesianisme (dvt E pro, pol eco interventionnistes et conjoncturelles).**

4/ 18

Ces **3 crises st des crises de surproduction**: les 3 précèdent perdions de surinvestissement et d’accumulation du K et permettent de dégager d’importantes capacités de prod, au détriment de la D.

* **Crise de 2007-2009**: ralentissement brutal de la croissance et hausse de l’endettement des Etats. Ruptures: on cherche à encadrer le rôle de la finance, à donner plus de marche de manœuvre aux Etats par gouvernance eco internationale (UEM), déclin des anciens pays indus (Europe, Japon, EU) par rapport aux émergents.
* **Provoquées par les effets pervers du libéralisme eco: forte dérégulation fin**:
* **GD**: crise de 1873 précédée de forte spéculation immo et boursière rendue possible par création de nbx établissements et nvx produits.
* **29-30s:** précédé par une bulle speculative dt l’origine est l’intro des **call loans** à Wall Street en 1926 = nv système d’achat à credit d’actions qui permet de payer qu’une part faible du montant d’achat puis de rembourser l’emprunt grâce à la plus value. Fonctionne que si investisseurs peuvent se financer avc TI bas et que valeur des actions achetées aug régulièrement -> or faillite au RU entrainent hausse des TI aux EU, dc ménages obligés de vendre = origine du krach.
* **2007-2008**: s’inscrit cadre de la 2e globalisation fin et des 3D, **précédée par la « Grande Modération »** = croissance soutenue de l’eco mondiale sans tentions inflationnistes, baisse de la volatilité des grands agrégats macro et montée P des actifs fin et immo. 2 aspects importants: **adoption de pol moné expansionnistes** -> baisse TI réels à LT + expansion du credit, et **baisse P du risque**. **Aisance moné vient de pol accommodantes des BC avc baisse des tx directeurs ds première moitié des 2000s** -> aug des réserves de change ds pays émergents et exportateurs de matière premières -> expansion impotente de la liquidité mondiale -> baisse TI dc baisse P du risque dc rendements des placements bas -> élévation du degré de risque => ce qui **explique la**

**prolifération des crédits hypothécaires subprimes et leur titrisation (créer des actifs cessibles sur un marché ap d’actifs non c cessibles) et l’explosion des produits dérivés qui sont à l’origine du déclenchement de la crise** => dvt trading à haute fréquence et rôle amplificateur du shadow banking.

 - **Crises liées à une inégales répartition des richesses**: inégalités de revenus et de patrimoine -> Stiglitz: surendettement des Américains au fondement de la crise -> s’explique par **paupérisation des classes moyennes et pop qui ont très peu profité des fruits de la croissance contrairement au 1%** (cf courbe de l’éléphant de Branco Milanovic: les 1% ont capté plus d’1/4 de la croissance).

2- La multiplication de plus petites crises financières depuis la libéralisation financière des 80s

5/ 18



Il existe des plus petites crises que les grandes dépressions: **EX**: krach de Wall Street en 1987 a entrainé chute brutale des cours boursiers, ms pas d’effets eco comparables sur la sphère réelle, crises des pays émergents ds les 80s-90s ont modérément affecté les pays développés, de même pr e-krach de 2001. Pl constats dep 80s:

* **Crises se sont accélérée à la suite des pol de libéralisation fin des 80s**: pas de crise pdt 30G, instabilité progresse ap de fin 70s: au début, **crise de change stt ac de l’effondrement de Bretton Woods** dc dysfonctionnement du SMI, ensuite, krach boursier (1987) et crises bancaires. **Pol de libéralisation fin affectent**: opérations bancaires (fin contrôle credit et TI), marché boursier (ouvertures marchés nationaux aux inv étrangers), marché des changes (passage aux changes flottants).
* **Pol de libéralisation fin déstabilisantes car**:
* **Libéralisation accentue comportements déstabilisateurs vav du credit** -> prise de risque ou prudence excessive. Accélération de la circu des Kx -> **endettement massif en phase d’expansion.** De plus, réductions des contraintes réglementaires qui encadrent les transactions + opacité de certains produits fin => prise de risque (ss connaissance de cause) VS **forte aversion au risque en phase de récession**.
* **Libéralisation accroit tendances spéculatives** : accès au credit simple sur le marché bancaire international -> opérations de spéculation massives sur diff marchés + bulles.
* Ouverture des marchés nationaux aux investisseurs étrangers -> **interdépendance accru des marchés fin.** Essor des IDE et des mvts de change accompagne processus de décloisonnement = interconnexion des marchés fin -> facilite propagation des déséquilibres.
* **Lien direct entre libéralisation fin et apparition des crises**: pr P.Krugman, Chine et Inde ont été épargnées crise asiatique de 1997 car ont maintenu régulation fin rigoureuse, de même pr crise de 2008. Dérèglementation trop soudaine du secteur fin -> défaut de surveillance. Libéralisation + plus grande mobi des Kx accroit risque de crise. **EX**: crise des Savings and Loans (S&L) (1986-1995 aux EU): soc de crédits hypothécaires mutualistes dt le but est de faciliter l’accès à la propriété. Avc pol de TI élevés de P.Volcker début 80s, ces soc ont fortement souffert -> dc en 1982, le législateur a modifié les lois pr relâcher les contraintes ss supervision renforcée -> inv des S&L ont aug + création de plus de ce type d’établissement -> bulle -> faillites en série ap de 1986 -> **Etat fédéral intervient pr renflouer ces inst** à hauteur de 160 milliards de $.

**II- Les explications des crises financières**

**A- Le cadre théorique de l’analyse financière**

6/ 18



* **2 approches théoriques opposées**: néoclassiques VS keynésiens:
* **Approche walrasienne**: reposant sur: homogénéité des comportements, rationalité des agents, équilibre général et autorégulation des marchés qui tendent vers l’équilibre -> **théorie d’efficience des marchés**.
* **Approche keynésienne** avc lecture crise de 29: crises découlent de comportements mimétiques -> bulles spéculatives et hétérogénéité des acteurs financiers -> **finance comportementale**.
* Efficience des marché: Eugene Fama: succès car s’inscrit ds cadre néo, fondé sur application de l’hypothèse de rationalité: opérateurs intègrent quasi immédiatement toutes les infos dispo sur ce marché st dc en mesure de prendre le décisions les plus justes -> 2 csq:
* **Marché efficient si P intègrent à tout moment l’ens de l’info dispo**.
* **Impossible de « battre le marché sur le LT » car P réagissent immédiatement selon l’info**. aucune stratégie d’inv permet de dégager un nv de profit anormal. Ceux qui ne sont pas rationnels st vite évincé il reste alors que les rationnels.

=> Cette hypothèse repose sur existence d’investisseurs plus malin que d’autres. Ils ne réussissent pas tjrs car il peut être très couteux de miser sur le marché et comportements moutonniers dc parfois opportun de sortir du marché avt éclatement de la bulle. Crise de 2008 conforte critiques de l’hypothèses d’efficience des marchés.

* Finance comportementale: Daniel Kahneman et Robert Shiller: intègrent la psychologie à la finance et mq erreurs cognitives et émotionnelles collectives causent la formation des P. Degrés d’efficience de marché:
* **Efficience faible**: info contenue ds les P de marché passés complètement répétée par les P des actifs. P actuels résument-ils l’ens des infos passés.
* **Efficience semi-forte**: toute les infos publiques st complètement prises en compte par les P.
* **Efficience forte**: toutes les infos dispo, publiques et privées sont prises en comptera les P.

=> Auj cv des analyses sur semi-forte.

**B- La logique speculative déstabilise les marchés financiers**

1- La spéculation financière: un fonctionnement contraire aux lois du marché

Sur un marché des B normaux, qd hausse du P, baisse de la D. Pas sur marchés financiers car on raisonne plutôt avc promesses d’un P et pas P directement -> **comportements spéculatifs:**

* Qd hausse du P permet d’envisager une hausse ultérieure plus importante encore, on achète davantage -> **D aug qd P aug.**

7/ 18



• Q baisse du P permet d’envisager une baisse ultérieure plus importante, on achète davantage -> **D baisse qd P baissent.**

**=> Obj = s’enrichir au plus vite qd marché est à la hausse et de protéger valeur de leurs actifs qd marché à la baisse.**  Rétroaction (accentuation des comportements passés auj) alimente bulle spéculative. Effet rétroactif aussi entre P des actifs ds la bulle et l’eco réelle -> effet de richesse: qd P des actions et de l’immobilier en hausse, agents ont le sentiment que leur richesse s’accroit -> **ménages consomment davantage et entreprises investissent davantage car hausse des P des actions stimule la confiance** -> **effet rétroactif en cascade** car profit des entreprises aug ce qui entretient la hausses cours -> **phénomène renforcé par l’endettement** -> aug du P des actifs -> encourage encore plus la dette => pas de mécanismes d’auto-ajustement sur le marché.

2- La logique spéculative est entretenue par le crédit sur les marchés financiers

* Logique spéculative se retrouve sur d’autres marchés -> dérègle aussi l’autorégulation, ms plus importante sur les **marchés financiers car structurellement financé par le crédit** contrairement à la plupart des autres marchés. En effet, **sur marché « normal », achat conditionné à la possession de moyens de financement.** Alors que sur marché financier, mécanismes fonctionnent selon **anticipations des agents**: effet de levier: rentabilité financière supérieure au P du crédit dc plus TI bas, plus on s’endette car effet levier sera plus puissant. Ms alimente la bulle avc effet massue: TI deviennent plus élevés que la rentabilité eco des investissements => crise.
* **Responsabilité du crédit ds le déclenchement des crises**: abondance de liquidités et crédit facile rendent les **prêteurs imprudents** -> approche keynésienne: agents pas tjrs rationnels ds leur comportements.

**C- L’incertitude déstabilise les marchés financiers et les comportements des agents**

1- Les asymétries d’info sur les marchés financiers restreignent le crédit

Imperfections concernent qualité et circulation de l’info.

* Frederic Mishkin: mq la sélection adverse **est à l’origine de dérèglement des marchés et que cela a tendance à s’aggraver en période de crise:**
* Montre de l’incertitude aug la difficulté à distinguer les bons risques des mauvais (= **sélection adverse**). Prêteurs alors incités à réduire leurs financements.

8/ 18

* En période de crise, **hausse TI aug proportion des emprunteurs présentant de mauvais risques**. Prêteurs rationnent alors le crédit.
* Aléa moral:
* **Techniques financières comme titrisation** ou produits dérivés **ont pr effets de diluer ou déplacer le risque vers d’autres agents** dc agents ne se comportent pas comme s’ils étaient confrontés au risque -> ils **renforcent dc leur prise de risque** -> **insolvabilité en période de crise.**
* Intervention des pvrs publics pr aider entreprise ou banques en diff incite emprunteurs à ne pas honorer leurs engagements car ac de risque systémique que grands établissements font peser sur le sytème financier, elles s’en foutent = **« too big to fail »**. Profits des banques sont privatisées alors que pertes sont socialisées.

=> Asymétries d’info contribuent à réduire les financements en période de crise -> empêchent autorégulation des marchés financiers. **Solution = évaluation des agences de notation, ms soumises à des risques de conflits d’intérêt, dc peuvent noter A un produit qui vaut B -> subprimes (MBS).**

2- La rationalité des agents est limitée par l’incertitude et participe à la formation de bulles spéculative sur les marchés financiers

**Pr qu’un agent agisse conformément à l’hypothèse d’efficience des marchés, faut comportement rationnel et analyse parfaite de toute l’info dispo. Ms marchés financiers éloignés de la CPP.** Ces agents évoluent ds des marchés incertains marqués par asymétries d’infos -> Frank Knight: **distinction entre risque et incertitude**:

* Pr Keynes, esprits animaux: part d’incohérence et d’instabilité de l’eco -> relation que ns entretenons avc ambiguïté et incertitude: **raisonnement fondé sur une impulsion qui a trait à la confiance ds l’eco. Récession résulte alors de chgt de manière de penser.** VS vision schématique de l’eco, c’est l’opinion des agents qui est prie en compte. Effets macro puissants. Sur marchés financiers, volatilité des P . **Modèle du concours de beauté**: déterminer laquelle sera jugée la plus jolie par le jury **// marché financier car il s’agit d’acheter le titre qui est susceptible d’être désiré par le plus grand nb. Comportements mimétiques.** Réalité anticipée a tendance à se réaliser -> **prophéties auto-réalisatrices**. Effets d’aveuglement sur les risques encourus -> euphorie.
* D.Kahneman et A.Tversky: mq les **agents eco n’adoptent pas un comportement rationnel. Biais systématiques**: Ns faisons des **raccourcis** pr prendre des décisions. Nos cerveau fonctionneraient selon **2 systèmes**:
* **Système I:** fondé sur combi de règles approximatives, régie les **sentiments** comme l’amour ou le sens de la justice.

9/ 18

* **Système II: partie rationnelle et calculatrice de l’esprit humain**, il est relativement **lent** car doit s’arrêter sur une seule question et est **paresseux** car ne se met pas en route systématiquement.

Lien entre les 2 = équilibre, en perpétuelle interaction, ms **marché relève plus du stem II.** Sytème I se fonde sur règles approximatives -> erreurs lors des prises de décisions stt qd décisions deviennent complexes. **Alternance entre les 2 systèmes en fonction de la tache** -> analyse micro. Pas mobilisé ds raisonnements macro.

D- Des marchés intrinsèquement instables et porteurs de risques systémiques

1- L’hypothèse « d’instabilité des marchés financiers » et de crise endogène du Ksme

* Hyman Minsky: instabilité des marchés financiers: avance que les **crises sont endogènes au fonctionnement du Ksme:** parle de paradoxe de la tranquillité et de « stabilité déstabilisante » :Qd période prolongée de stabilité financière -> fort accroissement de la confiance des investisseurs -> « déplacement » -> csq sur O et sur D:
* **O**: estimation du risque diminue de + en + dc cout de la dette aussi.
* **D**: stimulation de la D de crédit -> phénomène de chasse au rendement // **effet levier -> cercle vertueux fictif qui dégénère en bulle finance de Ponzi car effet levier se transforme en effet massue.**
* 2 caractéristiques de l’analyse de Minsky:
* **Spéculation** considérée comme **déstabilisatrice** et comme **inhérente au comportement des investisseurs** VS néo, pr lui, les comportements financiers st naturellement déstabilisants.
* **Hausse du TI déclenche une crise endogène au Ksme**: instabilité financière résulte du financement des acquisitions d’actifs et de l’accumulation du K dc inhérente au Ksme.

2- L’existence d’effets d’engrenage et de risque systémique

Mécanises de **contagion à la sphère réelle des crises fin** = risque systémique: architecture inst qui renforce l’insécurité générale en raison des comportements micro face aux risques -> peuvent prendre forme de **faillite bancaire**. Crise systémique de 2008 s’est traduite par paralysie du marché interbancaire. D’autres formes:

* **Crise fin devient systémique si elle déstabilise les banques com**. Qd banques frappées, clients aussi dc affecte sphère réelle: **nuit à la conso et à l’inv:**
* **Décloisonnement bancaire** -> bq de credit se muent en bq d’affaires -> renforcement des déséquilibres: bq ne peuvent plus financer l’eco. Glass Steagel Act aux EU distinguait les 2, ms remise en cause ds les 90s de cet act avc Larry Summers ntm.

10/ 18

* **Concentration bancaire** a aug les effets en chaine que la crise d’une grande bq risque de provoquer: si faillite, elle entraine clients et bq et inst fin qui échangeaient avc elle (Lehman Brothers en 2008), si considérée comme « too big to fail », tjrs soutenue financièrement par les autorités publiques (Freddy Mac et Fanny Mae en 2008) -> renforce risque d’aléa moral.
* **Innovations fin** ont largement participé à la construction d’un système fin comportant de nbx risques systémiques: **produits dérivés et produits structurés**: bq construisent un produit fin qui regroupe des créances provenant de diff emprunteurs, segmentant ce produit en diff compartiments présentant des risques plus ou moins importants -> titres alors émis sur les marchés et peuvent faire l’obj de transactions -> établissements de crédits sortent de leur bilan une partie des crédits octroyés
* (((pr octroyer des crédits, faut avoir un certain fond propre, si on se débarrasse de certains crédits, on peut en octroyer de nvx en étant ds les règles))) -> **n’ont alors pas à accroitre leur fonds propre comme l’exige la réglementation prudentielle** -> **accordent + de crédits tout en disséminant le risque ds l’eco via titrisation**. Dvt très rapide du marché de la titrisation début 2000s. **Pb = asymétrie d’info** -> ds subprimes par ex, ménages insolvables. Agences de notation doivent évaluer les produits structurés. Produits peuvent devenir des placements douteux et dangereux, inst fin vont chercher à s’en débarrasser sinon, risque de confiance générale.
* **M° favorise l’émergence de déséquilibres macro mondiaux:** globalisation fin favorise contagions mondiale. **Détention de part de la dette des Etats:** **Ex** des EU: bons du trésor amé détenus par des fonds d’inv étrangers. **Activités spéculatives** s’intéressent à a dette des pays dont les TI d’emprunts sont élevés car rémunérateurs.
* **Diff de la crise d’autant plus rapide que réactions des autorités publiques st mal adaptées :** réaction des Etats et BC:
* **Soutien inconditionnel peut aggraver risque d’aléa moral, trop mesurée, n’empêche pas les faillites dc choix cornélien.**
* **Cas keynésien d’arbitrage entre croissance et inflation**: pol moné expansive peut alimenter les bulles avc TI réel bas, ms pol de lutte VS inflation peut déclencher la crise ou la prolonger.
* **Réaction par l’instrument du tx de change**: crise argentine a montré volonté de maintenir une parité fixe avc dollar = désastre car appréciation du $, exige montée du TI, ce qui empêche le financement de projets nationaux et a des effets désastreux sur croissance et emploi.
* Pl explications permettent de comprendre les crises fin:

11/ 18

* **Système fin libéralisé laisse grande place aux acteurs sur les marchés et risque systémique** avc interdépendance entre secteur bancaire et marchés fin et M°.
* **Abondance de liquidité et credit facile**: imprudence et incapacité à choisir les bons projets.
* **Dvt d’innovations fin** facteur de déstabilisation en créant des opportunités nvlles.
* **Aug des inégalités**: qd aug des inégalités, ménages les plus modestes obligés d’emprunter -> aug risque bancaire VS menaces dt patrimoine progressent rapidement qui alimentent la spéculation.

III- Les modes de régulations des crises financières

* **Pol budgétaire avc soutien aux établissement bancaires en diff.** Principale action des pvrs publics = adoption de **pol budgétaires expansionnistes.** Stabilisateurs auto: récession -> baisse recettes publiques (car indexées sur l’activité dc si baisse du PIB, baisse aussi) et baisse des dépenses publiques (chômage aug dc pol d’aide pr les pop les plus en diff coutent plus chères) et baisse des impôts et aug des prestations soc pr favoriser la D et la reprise de l’activité, ms stabilisateurs eco parfois insuffisants dc **pol discrétionnaires avc des plans de relance après 2008** sauf ds pays où hausse très marquée du chômage comme en Irlande. Italie, elle a eu un comportement de passager clandestin. EU: plan par G Bush avc réduction des impôts et avc Obama avc American Recovery and Réinvestissement Act de grande ampleur.

Europe: plan de relance par le Conseil Euro: et plans nationaux: baisse TVA en GB, inv en FR, All: inv, allégement d’ilot en 2008. Plans euro moins importants qu’aux EU. Plans de rigueur budgétaire ap de 2010 pr respecter PSC. Japon, Chine, pl plans aussi. Bilan: **importance du multiplicateur budgétaire grâce à ces plan.** **Ms aussi critiques** des pol budgétaires: **théorème de l’équivalence** Ricardo-Barro: **effets limités des pol discrétionnaire car déficits et endettement des Etats incitent les gens à anticiper hausse future des impôts et dc à aug leur épargne**. En réalité, multiplicateur budgétaire. important.

**Ont permis de plonger ds récession comme celle des 30s, ont nourris déficit et endettement des pays.** Crise de la dette souveraine en Europe. Retour à des finances publiques saines = moyen de restaurer la confiance et stimuler la croissance ms résultat immédiat = frein de l’activité avc multiplicateur budgétaires qui jouent négativement.

* Apres crise de 29, premières réactions des gvts très timides, voire inexistantes car libéralisme domine -> **nvlles modalités ensuite avc New Deal** stt: crises = période de **purges** ie entreprises les moins fragiles disparaissent -> eco repartent alors sur des bases plus saines. Inflation et déficits budgétaires les 30s

12/ 18

**2 New Deal**:

* **1e** New Deal **entre mai et juin 1933**: lois pr secteur bancaires: mesures de sauvegarde pr **mieux encadrer le secteur fin avc Glass Steagel Act:** cloisonnent entre bq d’activité et d’affaire pr limiter effet de contagions. **Agri**: réduction de la prod pr soutenir les cours et contrôle des opérations boursières avc le SEC. **Indus**: planisme: libéralisme + communisme: eco planifiée peut être une solution -> stt en FR, aussi aux EU avc Hugh Johnson pr qui il faut réguler le Ksme, la **prod doit être organisée autour de grandes entreprises, code de concu loyale** = planification indicative, pas contraignante, principe de **négociation coll** -> devait briser spiral déflationniste ms **résultats décevant**. Salaires = plus aide soc que rémunération du L. Reprise limitée avc le 1ND, **chômage reste élevé -> renaissance du syndicalisme , critiques des libéraux.**
* **2nd** ND **ap de 1935:** planification abandonnée au profit de **pol de grands travaux: Etat pro se dessine avc rôle des syndicats** -> aux EU: salaires moyens pr les travailleurs -> hausse déficit budgétaire -> limitation des efforts fin par Roosevelt. **Bilan mitigé du 2ND: revenu national a aug ms chômage proche de celui de 29**. Eco amé croit moins vite que d’autres. **Ms bases d’un nvlle organisation de l’eco** avc intervention de l’Etat, min de protection soc et organisation de négociation coll des contrats de L et des hausses de salaires. Mvt ouvre renaît, Front pop, privilégié relance eco par hausse du PA, accord de Matignon, lois soc, pol de soutien aux P agri. Ms **résultats décevants** car pas de reprise eco.

A- Le rôle de banques centrales

1- L’intervention des banques centrales a permis d’éviter un effondrement du système bancaire international

* Apres crise de 29, quasi aucune intervention de la FED -> crise fin et eco -> dc **intervention massive en 2008 par pol moné conventionnel pr baisser TI et dc soutenir credit aux entreprises et à la conso**.

Pol moné conventionnelle: affecte bq com et fixation du TI: pol passe par besoin de liquidité des bq (refinancement) de 2nd rg sur marché interbancaire ou auprès de la BC -> **en modulant condition de refinancement, BC pilote l’ens de la liquidité bancaire et influencer évolution de la masse moné** -> 3 types d’instruments:

* **Opérations d’open marke**t: interventions de la BC sur le marché moné -> pl formes:
* Opération de cession temporaire: bq mettent en pension un titre en échange de liquidités pr qlq semaines = « Opérations principales de refinancement » ds la zone euro -> au départ, joue stt sur la Q, puis tx fixe pr faciliter l’octroi de credit en crise.

13/ 18

* Opération de refinancement à plus LT: la même, ms échéances de 3 mois
* Achat ou vente ferme de titres par la BC par opérations de réglage fin: pr piloter TI en cas de variations imprévue de la liquidité, opérations structurelles: ajuster position structurelle vav du secteur fin (-> modifier avc pol de quantitative easing).
* **Facilités permanentes**: permettent au jour le jour d’obtenir des liquidités de la part des BCN ou d’en déposer. Les **2 tx formant un corridor: tx de facilité de prêt = plafond et tx de facilités de dépôt = plancher**. Tx au jour le jour du marché moné euro = EONIA est ds ce corridor. Largeur du corridor symétrique autour du tx refi dc **tx de facilités de prêts > tx refi > tx de facilités de dépôts -> indicateurs de l’orientation de la pol moné de la po moné euro**. Symétrie diff à maintenir ap du moment où tx de facilitée dépôt est placé à un tx plancher = moyen de décourager constitution de réserves et d’aug le credit.
* **Réserves obligatoires**: instrument de contrôle indirect de la liquidité bancaire. Plus réservée élevé, plus liquidité contrainte. Fixé à 2% de base, puis à 1% en 2012 p encourager création moné. ((( Dépréciation compétitive par la Chine début des 2000s: aug Q de yuan -> achat de $ (obligation) pr limitation appréciation de la monnaie => masse moné aug => inflation (en théorie) -> pol de stérilisation -> aug tx de réserves obligatoires pr limiter aug de la masse moné et dc l’inflation (et aussi aug du credit)))). **Crise a gonflé le montant des réserves excédentaires car crise de confiance sur marché interbancaire,** fins de précaution, pr anticiper renforcement des contraintes réglementaires. Réserves obligatoires ont perdu leur rôle de contrôle de la base moné qu’elles avaient ds les 70s-80s.
* **BCE a utilisé ce cadre opérationnel**. De 2008 jsq 2009, BCE abaisse le tx de refi chaque mois, alors que RU et EU ont abaisser leur tx dès 2007 car crise éclate plus tôt there. Baisse des tx directeurs qu’ap de 2008 en Europe. **Mario Draghi** en 2011 décide d’abaisser les tx directeurs ds contexte de crise des dettes souveraines. Baisse n’aura pas suffi dc faut adopter mesures non conventionnelles.
* **BC joue rôle de prêteur en dernier ressort**:
* Théorie énoncées par Henry Thornton dès **1802**, puis Walter Bagehot en ds *Lombard Street* en **1873**: en cas de crise de liquidités, prêt aux bq consentis à un tx de pénalité pr lutter vs aléa moral en cas d’illiquidité et nn solvabilité. En pratique, tx de facilité de prêts abaissé, élargissement de la liste des actifs et pas de distinction entre illiquidité et insolvabilité.
* **Pb de ces mesures**:
* **Macro**: BCE renonce à son obj de stabilité fin à très CT -> renforcement des phénomènes de risque moral et de **prise excessive de risque**.

14/ 18

* **Micro**: bq délèguent la gestion de leur liquidités à la BC -> **peu d’incitation à une gestion prudente de la liquidité.**

=> Pol moné après crise menace principe de stabilité entre stabilité des P et stabilité fin.

* **Débat sur articulation éventuelle des obj moné et de stabilité fin**: pol moné devrait aller à contre courant du cycle fin plutôt que de nettoyer les dégâts après cout. Règle de Taylor: intègre Q° des écarts de prod et l’écart des nvx de. Pl pb:
* Def de la stabilité fin tellement large qu’il est diff de définir cible fin.
* TI peut à la fois servir à à la stabilité mon », à la stabilité macrobridentielle et à la stabilité fin -> risque de conflit d’objectifs.

CT: crise fin a montré que BC doivent prendre compte de l’incidence de la stabilité fin pr pol moné

2- La pol moné non conventionnelle

**Qd on peut lus jouer sur TI directeurs -> mesures non conventionnelles.**

* **Usage non conventionnel de mesures usuelles pr faciliter les conditions de refinancement fixes aux bq**. Ds zone euro:
* **Procédure d’appels d’O à tx fixe intégralement servis** -> assu aux bq d’obtenir toute la liquidité souhaitée.
* **Liste d’actifs éligibles en garantie a été élargie**: ap de 2008, seuil de qualité du credit a été passée de A à BBB -> exige de la BCE une procédure de suivie des risques.
* **Echéance des opération de refinancement a été allongée**: opération de refinancement à plus LT.
* **Procédure d’achats d’obligation sécurisées** ap de mai 2009 pr favoriser détente des tx à plus LT.

=> Ces mesures, dt obj était de rétablir la liquidité du marché ms aussi de relancer le credit, **se sont heurtées au canal du crédit obstrué.** Bq ont transformé les liquidités en réserve plutôt qu’en crédits.

* Comme TI directeurs fixés à des nv très bas, situation de trappes à liquidité qui rend inefficace la pol moné trad: D de monnaie est parfaitement élastique aux TI:**variation du TI n’a plus d’effet sur la D de monnaie car TI si faibles qua gens préfèrent la liquidité dc aucun agent ne souhaite détenir des titres -> inv et prod stagnent**. Trappe à liquidité svt en récession ou en déflation.
* Ben Bernanke et Vincent Reinhart: 3 meures de pol non conventionnelles:

15/ 18

* Guidage des anticipations: com de la BC vise à anticiper pour contrôler l’inflation courante ou les TI de LT -> obj = **réduire les tx longs pr relancer l’eco**. Ms effets limités.
* Assouplissement quantitatif: de base, stratégie poursuivie par la Banque du Japon entre 2001 et 2006, pr sortir de la déflation du milieu des 90s. Opérations d’achats fermes de titres qui font aug la taille du bilan de la BC -> base moné aug donc fortement -> base moné aug, ms masse moné n’aug pas car bq accumulent des réserves ds période d’incertitude. QE peut avoir un effet sur les tx de LT puisque les **achat des titres font aug le P des titres et baisser les tx de LT**.
* Assouplissement qualitatif: BC échange des titres dégradés contre des titres de meilleures qualité = modif de la composition du bilan des BC (et non de la taille). **Obj final = éviter le rationnement des financements de marché**: baisse des tx longs doit permettre de relancer l’eco. **Hausse du P des actif peut engendrer des effets de richesse propices pr relancer l’eco**. Effet du qualitatif easing par le canal du credit.
* Eventail de pol moné non conventionnel dt les grandes BC ont recours:
* **FED**: recours à la communication + recours à 3 programmes de quantitative easing + opérations de credit easing
* **Bq d’Angleterre**: les 3
* **BCE**: pas de de variation, **plus du quantitative easing**

**BCE s’est tardivement lancée ds un programme csq d’achat d’actifs** qu’ap de janvier 2015 **car**:

* **Tensions au sein du conseil des gouverneurs:** entre orthodoxes et ceux pr obj autres que stabilité des P.
* **Structure de refinancement euro différé de celle des EU**: priorité était la liquidité sur le marché bancaire que sur les marchés fin. BCE a sous estimé le poids des marchés fin ds le bilan des banques.

Quantitative easing adopté ds zone euro pr éloigner risque déflationniste et encourager reprise de la zone euro.

**BCE compte pl canaux de transmission pr transmettre es effets de sa pol moné**: anticipations de LT, tx de change de l’euro devrait évoluer à la baisse et favoriser hausse des X, effets de richesse liés à la remontée des P des actifs devraient soutenir les dépenses à la conso **=> si tout cela avait fonctionné, relance du credit.**

Rq: **QE porteur d’effets redistributifs** -> **débats** entre les économistes. **Pol des tx bas favorise davantage les emprunteurs que les prêteurs.** Ms achat des titres font monter le P des actifs et profite aux détenteurs de patrimoine fin et immo (franges les plus aisées de la pop). Etats sont aussi les principaux bénéficiaires du QE. Entreprises exportatrices profitent de la baisse du tx de change induite par le QE. Intermédiaires fin s’accommodent mal de la baisse des TI, ms bien de la hausse de l’O des actifs -> fonds de pension voient leur activité fortement affectée par ces faibles tx qui diminue leurs revenus de placement

16/ 18

**Pol moné non conv peuvent préparer une nvlle crise a venir en rendant l’endettement très peu onéreux, en favorisant la prise de risque = risque sérieux sur la stabilité fin.**

B- La réglementation limitée des marchés financiers

On peut pas dire que secteur financier « déréguler ». C’est plutôt une inadaptation de la supervision à la fin globalisée.

* **Dynamique de supervision comporte des pb**:
* Régulateur peut devenir aveugle à ce qui se passe en dehors de son champ d’action: en se focalisant sur la solvabilité, on a négligé la liquidité des bq et fins d’inv.
* **Régulateur raffinent les normes existantes sans élargir leur périmètre d’intervention et l’adapter à ‘essor de nvx acteurs** -> dvt des activités des bq d’inv en dehors de tout contrôle prudente.
* **Même les bq ont réussi à developer un secteur parallèle en échappant au contrôle** (shadow banking) en créant des entités fin ad hoc pr y loger une partie de leurs actifs risqués, une fois sortis du bilan, échappent à l’exigence réglementaire de fonds propres et permettaient au bq de continuer à accroitre l’octroi de crédits.

3- Le renforcement de la régulation financière

Crise a sonné l’heure de la **régulation -> pl forme**s:

* **Mieux gérer le risque systémique**: passe par bonne gestion des risques individuels (risque de credit, de marché, opérationnel) -> hence Bâle 3 (dispositif essentiellement micro-prudentiel )renforce exigences de fonds propres et mesures pr se protéger vs risque d’liquidité. Faut aussi une approche macro-prudentielle par mep du coussin contra cyclique. Instruments macro-prudentiels = the real solution.
* **Réduire la procyclicité de la finance**:
* **Réguler le shadow banking**: toutes les entités qui ont participé à la chaine d’intermédiation: ms faut-il directement réguler les acteurs de la finance de l’ombre comme les hedge funds, ou réglementer les inv réalisés auprès d’eux? Apres la crise, consensus pr contrôle direct: faut veiller à ce que les bq assument une plus grande part de risques qu’elles prennent en les obligeant à conserver une grande part ds leur bilan. Dvt du shadow banking a contribué à lamente de l’instabilité fin.

17/ 18



* **Réduire l’aléa-moral**: faillites bancaires hautement contagieuses:
* Bq liées sur le marché interbancaire.
* Déposants peuvent prendre confiance et paniquer qqn rumeur. Perte de confiance ds l’état de santé d’n établissement conduit à suspecter des pb ds d’autres.

=> Hence on laisse pas tomber un établissement bannir systémique, ms aussi « too big to fail » = aléa-moral.

* **Généraliser les chambres de compensation sur les marchés dérivés**: ces marchés sont des lieux de couverture et de spéculation . Auj, transactions des produits dérivés sur marchés de gré à gré stt dc dangereux. Chambre de compensation indispensable à la maitrise de l’instabilité.

- **Taxer les transactions fin**: pr réduire volatilité des marchés (limiter la formation de bulles) et constituer une manne budgétaire. **EX**: taxe de 0,2% aux transactions sur les actionnes soc dt le K est sup à milliard d’euros dep 2012. Ms pas d’effet sur la volatilité.

18/ 18