

## CHAPITRE

# 4

# Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?

### Dossiers

#### 1 Comment expliquer les crises financières ?

- A. Les spécificités des crises financières ..... 134
- B. Les liens entre endettement et crises financières ..... 136
- C. La formation des bulles spéculatives à l'origine des crises financières ..... 138

#### 2 Comment se déclenchent les crises financières ?

- A. Le déclenchement des crises financières ..... 140
- B. La propagation des crises financières au sein du secteur bancaire et financier ..... 142
- C. La transmission des crises financières à l'économie réelle ..... 144

#### 3 Comment réguler le système financier ?

- A. La justification de la régulation du système financier ..... 146
  - B. Les moyens de régulation du système financier ..... 148
  - C. Les obstacles à la régulation du système financier ..... 150
- ZOOM SUR... Titrisation et « finance de l'ombre » ..... 152

### Activités

- 1. L'impact de la crise financière sur la sphère réelle en 2008 ..... 154
- 2. L'essor des obligations vertes : la prochaine bulle financière ? ..... 155

### Synthèse

156

### Mobiliser ses connaissances

159

### Tout pour réviser

162

### Objectif bac

164

### À l'issue de ce chapitre, vous saurez

- Décrire les principales caractéristiques de la crise financière des années 1930 et de celle de 2008.
- Illustrer et expliquer la formation et l'éclatement d'une bulle spéculative en analysant les comportements mimétiques et les phénomènes de prophéties autoréalisatrices.
- Comment naissent et se diffusent les paniques bancaires.
- Quels sont les canaux de transmission d'une crise financière à l'économie réelle (effets de richesse négatifs, baisse du prix du collatéral et ventes forcées, contraction du crédit).
- Quels sont les instruments de régulation du système bancaire et financier qui permettent de réduire l'aléa moral et leurs limites.

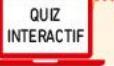


### Vrai ou faux ?

- Une rumeur peut conduire à un phénomène de panique sur les marchés boursiers.

## Quiz

# Qu'avez-vous retenu de la 2<sup>de</sup> et de la 1<sup>re</sup> ?



→ Donnez la ou les bonne(s) réponse(s):

**1 Le revenu disponible des ménages:**

- a. correspond à la différence entre les revenus primaires et les prélèvements obligatoires (impôts et cotisations sociales) qui leur sont retranchés.
- b. est le revenu qui peut être consommé ou épargné.
- c. comprend les revenus du patrimoine.

**2 L'épargne des ménages :**

- a. peut être théorisée.
- b. peut être placée sous forme de titres financiers sur les marchés financiers.
- c. est toujours disponible pour l'investissement des entreprises.

**3 Les entreprises peuvent se financer:**

- a. par recours au crédit bancaire.
- b. en émettant des actions sur le marché financier, lorsque ce sont des PME.
- c. en émettant des obligations.

**4 La création monétaire:**

- a. est strictement assurée par les banques commerciales.
- b. participe à soutenir l'activité économique.
- c. peut conduire à des effets déflationnistes si elle est insuffisante.

## Comparer pour comprendre

→ Quelle est la nature des prix qui chutent dans chacune des situations suivantes ?



À Seattle, des maisons bradées suite à la crise des subprimes.



## Une vidéo pour comprendre

→ Quelles sont les avancées et les difficultés en matière de réformes bancaires et financières ?

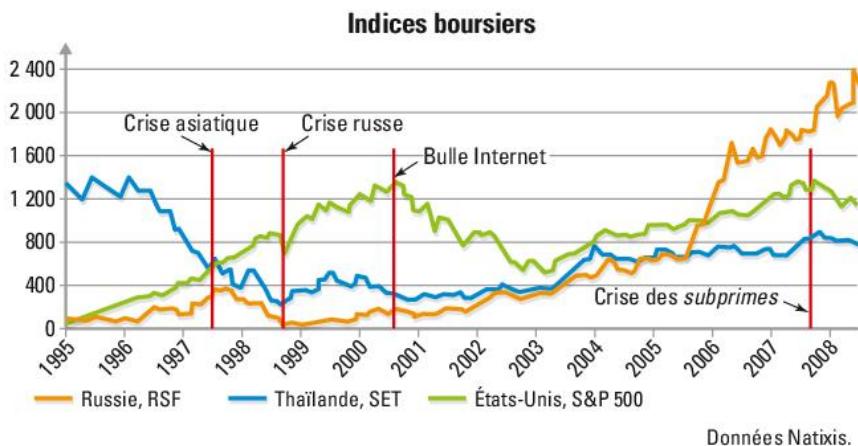
10 ans après la crise de 2008, bilan des réformes bancaires et financières: avancées, limites, propositions.  
Risque bancaire : le signal d'alarme de Terra Nova, Xerfi Canal.



## A Les spécificités des crises financières

### 1 Réagir

D'après ces documents, quelles sont les caractéristiques d'une crise financière ?



Une du *London Herald*, le 29 octobre 1929.

### 2 Distinguer la crise financière et la crise économique

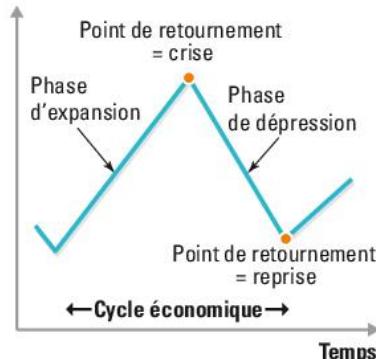
#### DOC FONDAMENTAL

Les crises financières semblent trouver leurs causes dans la logique même des activités de financement. Elles se manifestent par un krach boursier, une crise bancaire et/ou une crise de change. [...] Toutes les crises économiques ne sont pas des crises financières. Ainsi, la crise économique qui, dans les années 1970, signe la fin des Trente Glorieuses ne relève pas de cette catégorie. Inversement, une crise financière peut ne pas avoir d'impact sérieux sur l'économie réelle. Cela a été en particulier le cas du krach boursier d'octobre 1987 [...]. Si l'on considère l'histoire économique de ces deux derniers siècles, il apparaît en premier lieu que jusqu'à la crise de 1929, récessions et dépressions se manifestent le plus souvent d'abord par une altération de la sphère financière, qui propage ensuite ses effets à l'ensemble de l'économie. On remarque ensuite que de la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'aux années 1970, le secteur financier, à cette époque étroitement réglementé, a connu une longue période de calme pendant laquelle ces crises ont pratiquement disparu.

Il est donc frappant de constater que depuis les années 1980, en lien avec la déréglementation financière et la liberté de circulation des capitaux, leur fréquence, leur intensité et leur coût pour la collectivité ne cessent de s'élèver.

Pierre Robert, *Croissance et crises*, Pearson, 2010.

#### Production industrielle



Philippe Gilles, *Histoire des crises et des cycles économiques*, Armand Colin, 2009.

#### À savoir

Si une **crise économique** est le retournement de la conjoncture dans un cycle économique, une **crise financière** est une perturbation brutale du système financier. Elle peut venir d'une **crise boursière**, à savoir d'un effondrement des valeurs boursières (krach boursier), d'une **crise bancaire**, c'est-à-dire des difficultés rencontrées par les banques, d'une **crise de change** qui est la chute brutale du cours du change d'une ou plusieurs devises, ou encore d'une **crise obligataire** qui se traduit par la hausse brutale des taux sur les emprunts d'État.

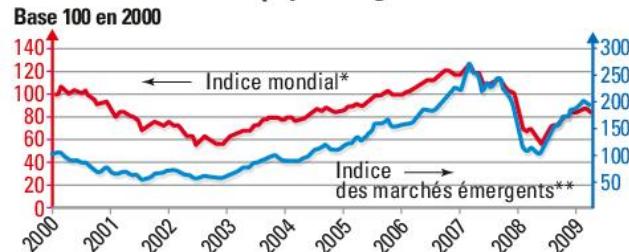
- Décrire.** À partir du schéma, décrivez les caractéristiques d'une crise économique en présentant sa place dans le cycle.
- Distinguer.** Quelle est la différence entre une crise économique et financière ? Sont-elles toujours liées ?
- Analyser.** Montrez que la fréquence des crises financières a été variable selon les époques. Comment l'expliquer ?

### 3 L'ampleur des krachs boursiers de 1929 et 2008

Indice « Standard Statistics » du cours des actions à la Bourse de New York



Indices boursiers des pays développés et des pays émergents



\*Allemagne, Australie, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hong Kong, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle Zélande, Norvège, Pays Bas, Portugal, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse

\*\* Afrique du Sud, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée du Sud, Égypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Rép. Tchèque, Russie, Taiwan, Thaïlande, Turquie

#### Application

Associez ces termes à une définition : a. marché des capitaux  
b. marché financier c. obligations.

1. marché composé du marché monétaire (marché des capitaux à court terme), et du marché financier (marché des capitaux à long terme)
2. emprunt remboursable à échéance moyennant le paiement d'un intérêt
3. marché des capitaux à long terme (actions, obligations, produits dérivés...), qui se décompose en un marché primaire (où sont émises les nouvelles actions et obligations) et un marché secondaire (où s'échangent les titres déjà émis).

**1 Définir.** Rappelez ce qu'est une action et décrivez la composition du marché des capitaux.

**2 Lire.** Présentez la progression de chacun des indices, de l'année de base (2000) au krach.

**3 Calculer.** À l'aide d'un calcul adéquat, présentez l'impact de la crise sur l'évolution des indices boursiers jusqu'au point de retournement. ➔ **Fiche méthode 7**

**4 Comparer.** Quel a été le krach le plus intense ?

### 4 Des crises financières sur différents marchés financiers

Quelques exemples de crise financière depuis le début du xx<sup>e</sup> siècle

Année	Crise	Institution / marché financier concernés
1873	Krach boursier à Vienne avec l'éclatement d'une bulle spéculative liée à l'Exposition universelle	Immobilier, banques
1907	Panique bancaire aux États-Unis	Actions, banques
1929	Krach boursier du 24 octobre appelé aussi « Jeudi Noir »	Actions, banques
1982	Annonce d'un moratoire unilatéral de la dette publique du Mexique suite à la hausse des taux d'intérêt américains en 1979	Obligations, hausse des taux d'intérêt bancaires, banques
1987	Krach boursier d'octobre 1987 : plus forte baisse jamais enregistrée en une journée sur les marchés d'actions	Obligations puis actions
1989	Éclatement de la bulle spéculative japonaise	Immobilier, actions, banques
1997	Crise asiatique qui débute en Thaïlande	Change, banques
2001	Crise argentine	Obligations, change
2001	Éclatement de la « bulle Internet »	Actions
2008	Crise des subprimes	Immobilier, actions, banques
2011	Crise grecque	Obligations, banques

#### Faire le point

##### Vrai ou faux ?

- a. Une crise financière ne débouche pas toujours sur une crise économique.
- b. Une panique bancaire n'est pas une crise financière.
- c. Les crises de 1929 et de 2008 ont induit un effondrement des cours de la bourse.
- d. On observe une accélération de la fréquence des crises financières depuis 1980.
- e. Une action est un titre d'emprunt et une obligation un titre de propriété donnant droit au versement de dividendes.

**1 Repérer.** Retrouvez parmi les crises ci-dessus celles qui correspondent à une crise de change, boursière, obligataire ou bancaire.

**2 Analyser.** À l'aide du texte du document 1, expliquez pourquoi la fréquence des crises a varié entre 1950 et en 1980, puis depuis 1980.

**3 Interpréter.** Pourquoi la plupart des crises financières touchent-elles le secteur bancaire ?

#### Vers le bac

**EC Partie 1.** Distinguez les caractéristiques d'une crise économique et d'une crise financière.

## B Les liens entre endettement et crises financières

### 1 Réagir

Pourquoi la hausse du crédit entraîne-t-elle celle des cours des actions entre 1925 et 1929 ?



Le 3 septembre 1929, le cours des actions composant l'indice du Dow Jones atteint son record à la Bourse de New York. Les années 1920 sont une décennie de prospérité sans précédent pour les États-Unis. Le crédit se développe, permettant l'accès à la consommation de masse : le montant des crédits bancaires est multiplié par 12 entre 1924 et octobre 1929. Les Américains sont encouragés à acheter des actions à crédit grâce à un système leur permettant de payer seulement 10 % de leur valeur. À Wall Street, la valeur totale des actions des sociétés cotées augmente de 250 % de 1925 à 1928. La dynamique haussière des cours nourrit les anticipations de plus-values, qui motivent les achats d'actions, lesquels alimentent la hausse de leur prix.

### 2 Un endettement de plus en plus risqué : les analyses de Minsky

DOC FONDAMENTAL

Devant l'incapacité d'une majorité d'économistes à prévoir la crise financière, les ouvrages de Minsky, notamment *John Maynard Keynes* (1975) et *Stabilizing an unstable economy* (1986), se sont révélés particulièrement éclairants. [...] Il met l'accent sur le comportement des agents économiques, en s'appuyant sur une intuition simple. Le capitalisme repose sur la manière dont les ménages, les entreprises ou les administrations publiques se financent. [...]

Minsky dégage une typologie des financements en système capitaliste. Le financement dit prudent voit les emprunts être couverts à chaque période par le montant des recettes. Vient ensuite un financement spéculatif, dans lequel les emprunts doivent être couverts sur une période beaucoup plus importante : la décision d'investir se fonde sur des retours attendus longtemps après. En dernier lieu, l'économiste identifie un financement Ponzi, du nom du célèbre escroc américain du début du siècle, qui correspond à une crise du surendettement : les agents empruntent pour payer leurs dettes.

Selon lui, ces différents modes de financement ne sont pas statiques. Durant les périodes de calme, les agents ne se contentent pas de rendements faibles. Pour augmenter leur rentabilité, ils prennent de plus en plus de risques. Ils cherchent à s'endetter davantage ou se lancent dans des positions de moins en moins tenables sur les marchés. Minsky appelle cet état de fait le « paradoxe de la tranquillité » : les crises se préparent lorsque l'économie est prospère [...] et dérivent à terme vers ce que l'économiste Paul McCulley a nommé le « moment Minsky » : les agents surendettés vendent massivement leurs actifs pour servir les intérêts de la dette, plongeant le système dans une crise profonde.

Hyman Minsky relève l'existence d'une apparente contradiction : la stabilité engendre toujours l'instabilité financière. L'économie n'est jamais en situation d'équilibre. L'instabilité ne provient pas de chocs externes, mais du fonctionnement capitaliste lui-même.

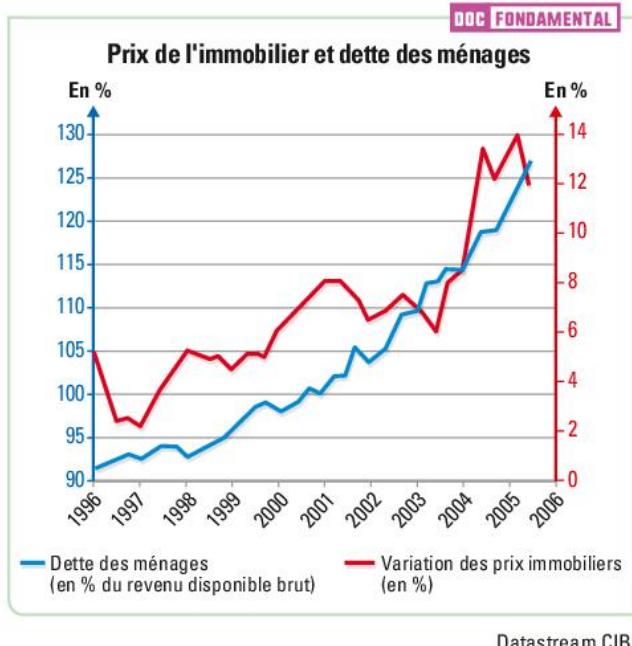
François Neiva, « Une théorie pour mieux maîtriser la folie des marchés financiers », *La Tribune*, 4 janvier 2016.

### À savoir

L'économiste français des cycles, Clément Juglar, parle d'**aveuglement au désastre** (« *disaster myopia* ») pour expliquer qu'à la suite d'une crise, la reprise s'effectue avec prudence en raison du souvenir toujours manifeste chez les agents des graves conséquences de l'endettement, mais la nouvelle phase d'expansion estompe progressivement la mémoire de ce désastre : les agents ne retiennent pas les leçons du passé et renouvellent les mêmes erreurs.

- 1 **Décrire.** Quelles sont les modalités possibles de financement présentées par Minsky ?
- 2 **Comprendre.** Qu'entend Minsky par « paradoxe de la tranquillité » ? Qu'est-ce que le « moment Minsky » ?
- 3 **Analyser.** Pourquoi l'« aveuglement au désastre » peut-il expliquer le caractère cyclique des crises ?

### 3 Des crédits immobiliers de plus en plus risqués : l'exemple de la crise des *subprimes*



#### À savoir

Les crédits ***subprimes*** sont des crédits hypothécaires attribués aux États-Unis à des ménages qui jusqu'ici n'étaient pas jugés assez solvables pour accéder à la propriété. Ils sont plus risqués et donc plus rémunérateurs pour les banques qui les accordent. Ces crédits *subprimes* sont à taux fixes (et attractifs) pour les deux ou trois premières années, puis les taux deviennent variables et augmentent, ce qui peut entraîner une forte hausse des charges financières pour les emprunteurs, renforçant le caractère très risqué de certains prêts.

- 1 **Calculer.** Présentez la progression de la dette des ménages et celle des prix de l'immobilier.
- 2 **Analyser.** Pourquoi la hausse du crédit et la hausse des prix sont-elles liées et s'entretiennent-elles mutuellement ?
- 3 **Comprendre.** Reliez l'évolution des volumes de crédits accordés et de la hausse du risque lié au crédit, aux analyses de Minsky.
- 4 **Interpréter.** Quels facteurs amplifient la vulnérabilité des ménages ayant contracté un crédit *subprimes* ?

### 4 Les innovations financières et la dynamique du crédit

Les crises financières à l'origine de la Grande Dépression dans les années 1930 et la Grande Récession initiée en 2008 se sont nourries d'innovations financières multiples. Trois d'entre elles caractérisent principalement la crise de 1929 : le développement accéléré dans les années 1920 des sociétés d'investissement qui spéculent sur les marchés financiers et se livrent une concurrence féroce pour attirer l'épargne disponible ; l'émergence de caisses d'épargne spécialisées dans l'immobilier exigeant moins de garanties que les banques commerciales ; les débuts du marché de l'assurance-crédit et de la transformation des crédits immobiliers en actifs financiers. Dans un climat de spéculation porté par l'optimisme des années 20, l'accroissement de la concurrence a notamment conduit les acteurs financiers dans une course aux commissions, encourageant leurs clients à émettre des titres au-delà de leurs capacités de remboursement.

Quant aux innovations qui ont permis la crise des *subprimes*, elles se sont traduites dans le milieu des années 1990 par la montée en puissance des techniques de titrisation [...]. Il est aujourd'hui clair que la titrisation a conduit les banques à relâcher les efforts de sélection et de surveillance des dossiers de crédit, et les investisseurs à surestimer la liquidité virtuelle des titres assurée par le marché [...].

La deuxième composante de la matrice d'instabilité financière est la distribution excessive de crédit bancaire. [...] Le crédit, lorsqu'il finance en trop grande quantité l'achat d'actifs, nourrit, amplifie et rend encore plus instables les bulles financières.

Romain Faquet, « Les causes communes des crises financières (étude) », *BSI Economics*, 14 décembre 2017.

#### À savoir

La **titrisation** transforme des crédits bancaires, qui constituent normalement une relation de long terme entre la banque et un emprunteur, en titres totalement liquides. Avant la titrisation, l'activité bancaire était à l'origine des crédits et en gérait le risque (« *originate and hold* »), avec la titrisation, elle consiste à générer le risque et à le transférer vers d'autres acteurs sans avoir à l'assumer (« *originate and distribute* ») et en les évacuant de leur bilan, ce qui permet d'attribuer de nouveaux crédits. ➔ **Zoom sur... Titrisation et « finance de l'ombre »**, p. 152

#### Faire le point

- Expliquez :**
- a. pourquoi la hausse du crédit bancaire peut accroître l'inflation.
  - b. pourquoi l'inflation encourage le crédit.
  - c. pourquoi la hausse du crédit immobilier contribue à augmenter les prix de l'immobilier.
  - d. pourquoi dans le cas des crédits hypothécaires, la hausse des prix de l'immobilier encourage les banques à prêter à des clients moins solvables.

#### Vers le bac

- EC Partie 1.** En quoi l'endettement des ménages participe-t-il à la hausse des prix ?

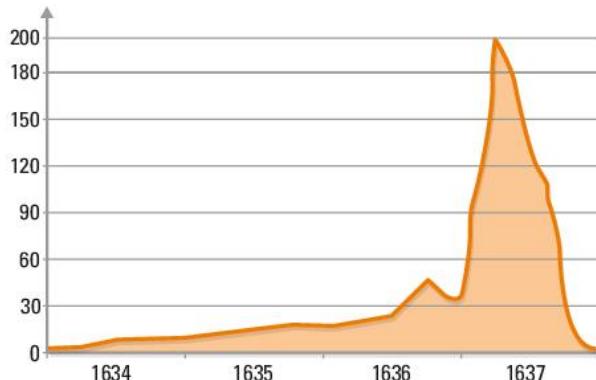
- 1 **Comprendre.** Quels sont les objectifs des innovations financières ?
- 2 **Comparer.** Présentez les innovations financières conduisant à la crise de 1929 et à celle de 2008.
- 3 **Analysier.** En quoi les innovations financières, associées à la distribution d'un volume important de crédit expliquent-elles l'instabilité financière ?

## C La formation des bulles spéculatives à l'origine des crises financières

### 1 Réagir

Quels sont les mécanismes menant à la formation de bulle ?

Indice du prix des tulipes



La Tulipomania est souvent présentée comme la première crise financière caractérisée par le krach en 1637 du cours des **bulbes de tulipes** en Hollande. L'engouement pour les tulipes s'est traduit par des achats de bulbes en terre grâce à une **innovation financière** : le marché à terme (qu'on nomme aujourd'hui, option ou « produits dérivés »). Il s'agit de déterminer les caractéristiques du bulbe qui sera échangé et de fixer à l'avance son prix pour une livraison future. Rapidement, des clients s'échangent ces titres financiers dont le prix augmente. D'un marché de produits physiques ouvert quelques mois de l'année, les bulbes de tulipes deviennent un marché financier où s'échangent plusieurs fois par jours les titres d'option d'achats. Le prix du bulbe de tulipe atteint, au plus fort de la spéculation, l'équivalent de 100 000 euros aujourd'hui.

### 2 La formation périodique de bulles financières

DOC FONDAMENTAL

Les bulles spéculatives scandent l'histoire du capitalisme depuis plusieurs siècles. [...] En 1720, Isaac Newton, victime de l'affondrement des cours de la South Sea Compagny, déclare : « je peux prévoir les mouvements des astres mais ne peux pas prévoir la folie des hommes » ; il ouvre par là le débat sur la rationalité des comportements conduisant à ce type de bulle, qui divise encore l'analyse économique. [...] Ces « manias » (Charles Kindleberger), ces phases d'engouement dans laquelle l'euphorie des agents les pousse à acheter des titres à un prix toujours plus élevé, sont souvent considérés comme un mal nécessaire accompagnant la diffusion de nouvelles technologies (à l'instar de la « *railway-mania* » des années 1840 ou de la « Bulle internet » dans les années 1990), ou des innovations financières (produits liés aux crédits *subprimes* dans les années 2000), même si leur éclatement reste une source importante de gaspillage des ressources productives. Les crises des marchés financiers sont essentiellement liées à l'éclatement des bulles spéculatives. Ces bulles se nourrissent de l'écart croissant entre la valeur fondamentale des actifs (actions, biens immobiliers) et leur valeur de marché. [...]

L'envolée des cours qui précède le krach de 1929 est exemplaire de la dynamique des phénomènes spéculatifs. Prolongeant les intuitions de J. M. Keynes, qui voyait dans la spéulation « l'activité qui consiste à prévoir la psychologie des marchés », Nicholas Kaldor définit, à la fin des années 1930, le comportement spéculatif, comme « l'achat (ou la vente) de marchandises en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure, là où le mobile d'une telle action est l'anticipation d'un changement de prix en vigueur, et non un avantage résultant de leur emploi [...] ». Pour autant, le comportement des spéculateurs dans la phase de boom n'a rien d'irrationnel car, tant que la bulle n'a pas éclaté, leurs achats continus provoquent une hausse des cours qui valide ensuite leurs anticipations de hausse. De même, lorsque le krach survient, ils se mettent à vendre car ils craignent une baisse plus importante des cours et, ce faisant provoquent la baisse qu'ils anticipent.

Jean-Pierre Biasutti, Laurent Braquet,  
*Comprendre le système financier*, Bréal, 2018.

#### À savoir

La **spéculation** est un comportement consistant à gagner de l'argent en achetant (ou en vendant) des marchandises des actifs financiers ou des devises avec l'intention de les revendre (ou de les racheter) à une date ultérieure, en bénéficiant d'une évolution favorable du prix de ces marchandises ou de ces actifs.

1 **Définir.** Définissez la spéculation à partir des analyses de J. M. Keynes et N. Kaldor.

2 **Comprendre.** Expliquez les phases d'engouement.

3 **Analysier.** Expliquez la phrase soulignée et montrez que la spéculation n'est pas irrationnelle.

### 3 J. M. Keynes et l'analyse des comportements mimétiques

#### DOC FONDAMENTAL

La technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il peut en juger, sont réellement les plus jolis ni même ceux que l'opinion moyenne considérera réellement comme tels. Au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou au cinquième degré ou plus loin encore.

John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936.



Herald Tribune, 27 octobre 1989

#### À savoir

Selon John Maynard Keynes, les investissements des entrepreneurs dépendent en partie des « esprits animaux » des entrepreneurs qui sont des facteurs psychologiques conduisant ou non à l'action mais ne correspondent pas à un seul calcul « raisonnable ». Keynes raisonne dans le cadre d'une économie où domine l'incertitude. Ainsi, les **comportements mimétiques** sont influencés par celui des autres agents, par conformisme, parce qu'ils les croient mieux informés, parce qu'il est pertinent de suivre l'opinion de la majorité.

- 1 **Décrire.** Comment se fait le choix du plus beau visage dans le concours de beauté présenté par J. M. Keynes ?
- 2 **Comprendre.** En quoi cette métaphore du concours de beauté permet-elle de comprendre le raisonnement d'un investisseur qui cherche à placer de l'épargne sur des titres ?
- 3 **Analysier.** À l'aide du texte et du dessin humoristique, montrez par quels mécanismes la valeur d'un titre peut se déconnecter de sa valeur fondamentale.

### 4 L'opinion du marché et les prophéties autoréalisatrices

#### DOC FONDAMENTAL

« L'opérateur que je suis a beau croire à une appréciation de l'euro, il ne fait pas le poids lorsqu'il constate qu'un peu partout les positions des autres intervenants sur le marché des changes sont à la vente de l'euro. [...] Si je suis le seul acheteur d'euros face à cinquante intervenants vendeurs, je suis sûr d'y laisser des plumes... » (Entretien d'un trader dans *Libération*, 8 septembre 2000) Malgré sa conviction personnelle d'une sous-évaluation, ce cambiste<sup>1</sup> joue à la baisse et c'est là un comportement parfaitement rationnel : s'il avait acheté de l'euro, il aurait fait des pertes ! [...] La vraie croyance ici ne porte pas sur la valeur de l'euro, mais sur le fait que

« chacun croit dans le caractère baissier du marché. » Si chacun croit que « chacun croit à la baisse », alors chacun sera vendeur et le marché baissera effectivement en validant *ex post* la croyance initiale. On retrouve le phénomène de prophétie autoréalisatrice qui s'impose à nouveau comme un concept central pour penser la formation d'une croyance collective stabilisée. Dans une telle situation, une bulle émerge sans qu'il ait été nécessaire de supposer la présence d'acteurs irrationnels.

André Orléan, « Les croyances et représentations collectives en économie », in Bernard Walliser (dir.), *Économie et cognition*, 2008.

1. Spécialiste des opérations de change sur les marchés financiers.

#### À savoir

L'idée de **prophétie autoréalisatrice** a été développée par Robert King Merton. Elle « est, au début, une définition fausse de la situation qui provoque un comportement qui fait que cette définition initialement fausse devient vraie ». Elle a la particularité de modifier les comportements de manière à ce que les prédictions adviennent.

#### Faire le point

##### Définissez les termes suivants :

- a. prophétie autoréalisatrice
- b. mimétisme c. bulle spéculative.

#### Vers le bac

- EC Partie 1. En quoi la spéculation peut-elle être rationnelle ?

- 1 **Comprendre.** Comment le trader explique-t-il son choix de vendre de l'euro même s'il pense que la devise est déjà sous-évaluée ?
- 2 **Analysier.** Quelle explication l'auteur donne-t-il au comportement du cambiste ?
- 3 **Synthétiser.** En quoi ces comportements mimétiques expliquent-ils la formation de bulles spéculatives ?

## A Le déclenchement des crises financières

### 1 Réagir

Quel rôle peut jouer la rumeur dans les paniques bancaires ?



Panique bancaire devant la Banque Millbury (Massachusetts, États-Unis) en octobre 1929.

Un **bank run** ou « panique bancaire » est une ruée des particuliers vers leur banque pour y retirer tout leur argent de peur que la banque ne devienne insolvable. C'est le signe d'une perte de confiance envers un établissement bancaire. Or, les demandes massives et simultanées de retraits d'argent par les clients conduisent la banque à ne pas pouvoir honorer ces retraits massifs et à devenir effectivement insolvable, d'où le caractère autoréalisateur du *bank run*.

### 2 De l'opinion dominante à sa remise en cause

**DOC FONDAMENTAL**

Tous ces mécanismes qui ont nourri les bulles spéculatives diverses à travers l'histoire [...] n'avaient rien d'inéluctable. Le plus souvent, ils avaient été anticipés par leurs contemporains. [...]

Pourquoi ceux qui gardent l'esprit clair ne sont-ils jamais écoutés en période d'euphorie financière? D'après l'économiste français André Orléans, ces moments s'accompagnent toujours d'un « aveuglement au désastre ». Pour comprendre quelles sont les forces qui y poussent, il faut rappeler que [...] personne ne connaissant le futur, il est impossible de déterminer un prix « objectif » d'une action, d'une devise... [...] Les estimations de ce que devrait être le prix de tel ou tel actif incluent donc toujours une part de jugement, d'opinion, de croyance. Dans ces conditions, lorsque tel économiste, Robert Shiller par exemple aux États-Unis, affirme que son pays connaît une bulle immobilière quelques années avant le début de la crise, il ne peut le justifier « objectivement ». [...]

André Orléans avance que trois mécanismes viennent renforcer l'aveuglement. Le premier tient à la maxime « Cette fois c'est différent ». Tout ce que l'on a pu apprendre sur les crises serait inutilisable dans le cas présent car l'économie et la finance fonctionneraient différemment désormais. [...] L'argument de la « nouvelle économie » a justifié la bulle boursière de la fin des années 2 000 et celui de la foi en une

« grande modération » – la fin des cycles économiques et de l'inflation – la bulle des années 2 000. Le deuxième mécanisme est la confiance en la « sagesse des foules » supposée : les marchés intégreraient toute l'information disponible, notamment celle touchant aux risques éventuels. Comment quelques individus isolés pourraient-ils avoir raison contre cette force rationnelle qu'est le marché? [...] Pour finir, comme l'écrivait Charles Kindleberger<sup>1</sup>, « il est en général vain d'essayer de convaincre les spéculateurs de leurs erreurs par des discours ». Seul le krach leur prouve qu'ils sont allés trop loin.

Car les bulles finissent toujours. [...] Tout est lié à un changement d'anticipation avec le passage d'un état de confiance à un état où la confiance en l'avenir n'existe plus. [...] « La panique correspond à la destruction, dans l'esprit d'un ensemble de croyances » écrivait déjà John Mills en 1868, avant de décrire parfaitement la course à la liquidité, c'est-à-dire la volonté de tous les investisseurs de se débarrasser de leurs actifs dont le prix chute, contribuant ainsi à accélérer les difficultés, pour se procurer du cash, le seul placement qui n'est plus risqué à leurs yeux.

Christian Chavagneux, *Une brève histoire des crises financières. Des tulipes aux subprimes*, La Découverte, 2013.

1. Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, 1978.

**1 Décrire.** Pourquoi est-il difficile de démontrer aux investisseurs qu'une crise se prépare ?

**2 Comprendre.** Expliquez les mécanismes qui renforcent l'« aveuglement au désastre »?

**3 Analyser.** Quel rôle joue la modification des croyances et de la confiance dans le retournement du cycle ?

### 3 De la formation d'une bulle à son éclatement : l'exemple de la crise de 1929

DOC FONDAMENTAL

Rien, a priori, ne devait faire de 1929 une année noire. [...] Au cours des années 1920, les États-Unis se sont en effet considérablement enrichis. [...] Un seul exemple : l'automobile. On en fabrique 4,3 millions en 1926 et 5,3 millions en 1929. En mai 1928, Paul Claudel, alors ambassadeur de France à Washington depuis quelques mois, se dit frappé par « la prospérité inouïe dont jouissent les États-Unis ». Or la croissance entretient la confiance. Et celle-ci s'accompagne d'une véritable frénésie spéculative. En 1927, 577 millions d'actions sont échangées à la Bourse de New York ; en 1928, 920 millions. Dans le même temps, les cours grimpent en flèche. [...] Irving Fisher, professeur d'économie à l'université Yale, en est alors convaincu : « Le prix des actions a atteint ce qui paraît être un haut plateau permanent. »

Courant septembre, cependant, le marché commence à s'essouffler. « [...] La faillite de Clarence Hatry, un homme d'affaires londonien à l'honnêteté douteuse, semble avoir joué un rôle déclenchant dans cette époque où la hausse se fragilisait à mesure qu'elle se confirmait », explique Bernard Gazier, professeur d'économie à la Sorbonne [...]. Tout bascule le 24 octobre. Ce jeudi, six millions d'actions sont mises en vente. [...] Les prix s'effondrent. La foule se presse autour de Wall Street. Selon un journaliste, on lit sur les regards « une espèce d'incredulité horrifiée ». À midi, on compte déjà onze suicides de spéculateurs ruinés.

Thomas Wieder, « 24 octobre 1929, tout bascule », *Le Monde*, 20 septembre 2008.

- 1 **Interpréter.** Trouvez une innovation radicale qui a pu participer au dynamisme du secteur automobile dans les années 1920. Rappelez quelle innovation financière a favorisé l'endettement des agents économiques.

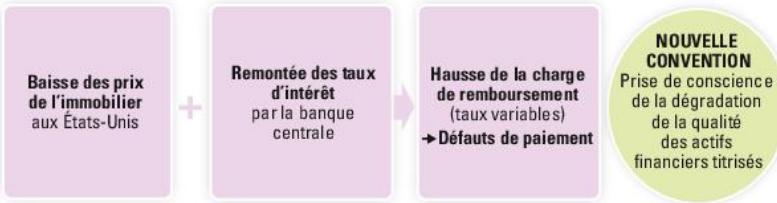
- 2 **Comprendre.** Retrouvez dans le texte les principales étapes de la constitution et de l'éclatement de la bulle spéculative.

### 4 De l'euphorie au retournement de la confiance : la crise des subprimes

#### Début 2000



#### À partir de mi-2006



#### 2007-2008



- 1 **Décrire.** Comment expliquer la confiance des agents au cours des années 2000 ? Quels en sont les effets ?

- 2 **Interpréter.** En quoi la titrisation est-elle apparue comme une nouveauté radicale et a-t-elle pu être légitimée ?

- 3 **Analysier.** Montrez pourquoi la convention dominante au cours des années 2000 est fragilisée dès 2006.

#### À savoir

André Orléan emploie le mot « **convention** » pour désigner cette opinion collectivement produite que tout le monde a intérêt à adopter. La valeur d'un titre financier reflète un processus autoréférentiel. En général un discours très construit vient légitimer la « convention » par des raisonnements qui paraissent conforter le mouvement haussier. Ainsi, la croyance en la nouveauté radicale donne toujours l'idée que, comme le soulignent Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, « Cette fois, c'est différent. ».

#### Faire le point

Reliez chaque terme à sa définition : a. convention  
b. anticipation c. panique bancaire.

- estimation des valeurs futures des variables économiques qui explique les décisions prises par un agent à un moment donné.
- opinion collectivement produite que tout le monde a intérêt à adopter.
- crise de confiance à l'égard des banques qui conduit les épargnants à retirer leurs dépôts au même moment.

#### Mission

Quel est le champ d'étude de la finance comportementale ? Répondez à cette question en vous appuyant sur cette vidéo sur les « biais comportementaux » et ces articles sur la finance comportementale.

VIDÉO

## B La propagation des crises financières au sein du secteur bancaire et financier

### 1 Réagir

Quelles causes communes à la faillite de Lehman Brothers et aux difficultés de Dexia et Fortis apparaissent dans ces documents ?



AFP.



Suite à la faillite de la banque américaine Lehman Brothers, la banque franco-belge Dexia a frôlé à son tour la faillite en septembre 2008. Elle a été sauvée par l'intervention des États et démantelée en 2011. Dexia, comme la banque belge Fortis (démantelée en octobre 2008), s'était fortement exposée aux crédits *subprimes*.

### 2 La déstabilisation du système bancaire en 2008

DOC FONDAMENTAL

Victime emblématique de la crise bancaire de l'été 2007, la banque britannique Northern Rock est finalement nationalisée en février 2008. En mars, le fonds spéculatif Carlyle Capital fait défaut sur 16,6 milliards de dollars de dette et entraîne dans sa chute la banque d'investissement américaine Bear Sterns. Celle-ci échappe de peu à la faillite, grâce à l'action du Trésor américain et de la Réserve fédérale, qui orchestrent son rachat par la banque d'investissement JP Morgan.

En juillet 2008, deux agences américaines de refinancement hypothécaire, Freddie Mac et Fannie Mae, se trouvent à leur tour dans une situation critique. [...] La faillite de ces agences aurait des conséquences très graves sur le système financier, car elles détiennent ou garantissent 5 200 milliards de dollars de créances hypothécaires, soit plus de 40 % de l'encours du crédit immobilier américain. [...] Elles sont finalement mises sous tutelle publique le 7 septembre 2008.

La dynamique négative de la crise s'accélère courant septembre : le 12, deux banques d'affaires, Merrill Lynch et Lehman Brothers, se trouvent à leur tour au bord de la faillite.

La première est rachetée par Bank of America, mais la seconde ne trouve finalement pas de repreneur et le secrétaire au Trésor américain, Henry Paulson, la laisse faire faillite. La raison de cette décision est simple : les sauvetages successifs de Bear Sterns, Freddie Mac et Fannie Mae puis Merrill Lynch accréditent largement la thèse d'un « sauvetage » garanti pour les banques en cas de problème, ce qui peut les pousser à prendre des risques excessifs, [...] Mais les conséquences d'une telle faillite ont été mal évaluées, car cette décision provoque des réactions en chaîne : elle fait chuter tous les marchés financiers mondiaux, amplifie la défiance réciproque des banques et surtout pousse le numéro un de l'assurance mondiale, AIG, au bord de la faillite. En effet, plusieurs compagnies d'assurance – dont AIG – avaient vendu des *Credit Default Swaps* assurant leurs détenteurs contre le risque de défaut de paiement lié à des obligations Lehman Brothers.

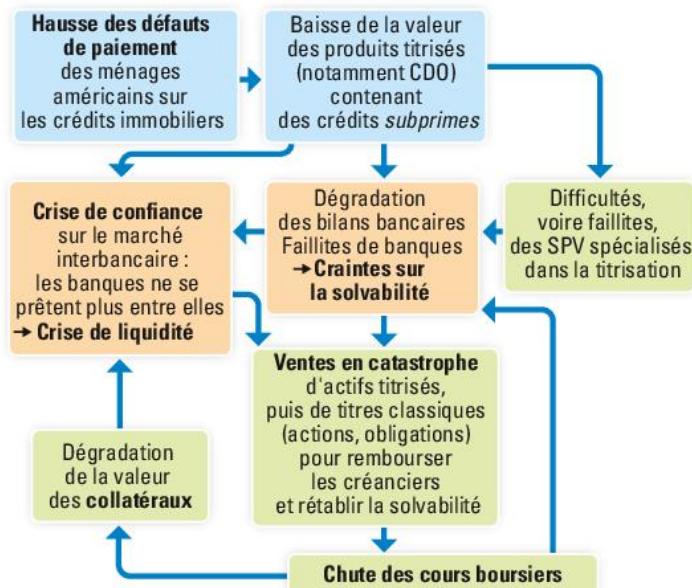
Nicolas Couderc, Olivia Montel-Dumont, « Les mécanismes de la Grande Récession », *Problèmes Économiques*, hors-série n°2, 28 novembre 2012.

- Décrire.** Pourquoi les autorités américaines ont-elles sauvé les banques Freddie Mac et Fannie Mae ? Quels ont été les différents moyens déployés pour sauver les banques de la faillite ?
- Comprendre.** Précisez le sens de la phrase soulignée. Reliez à l'aléa moral.
- Analyser.** Par quels mécanismes la faillite de Lehman Brothers a-t-elle participé à diffuser la crise bancaire ?

### À savoir

Les *Credit Default Swaps* (CDS) sont des instruments financiers permettant de s'assurer contre la faillite d'une entreprise ou d'un État. Les vendeurs de CDS s'engagent à indemniser les acheteurs en cas de défaut de paiement.

### 3 De la crise immobilière à la crise bancaire et financière



#### À savoir

Le **collatéral** est un actif déposé en garantie au prêteur par le débiteur lors d'un emprunt. En cas de défaillance du débiteur, le prêteur a le droit de conserver les actifs remis en collatéral afin de se dédommager de la perte financière subie. Sur le marché hypothécaire, le collatéral est la maison acquise par les ménages. Les *Collateralized Debt Obligation* (CDO) sont des titres adossés à des crédits hypothécaires.

- Expliquer.** Rappelez quels facteurs expliquent la hausse des défauts de paiement des ménages ayant contracté des crédits *subprimes*.
- Comprendre.** Pour quelles raisons les banques ont-elles été conduites à procéder à des «ventes en catastrophe»?
- Analyser.** De quelle manière la chute des cours boursiers et la crise de liquidité bancaire se sont-elles auto-entretenues?

### 4 Le rôle de la globalisation financière dans la crise des *subprimes*

#### DOC FONDAMENTAL

On ne peut que reconnaître l'existence d'une corrélation entre l'approfondissement de la globalisation financière et la récurrence des crises financières [...] qui se transforment désormais en crises systémiques. [...] S'agissant de cette crise, qui démarre en 2008-2009, et dont on n'est pas encore réellement sorti, il convient de souligner la responsabilité toute particulière des flux de capitaux bancaires et des investissements de portefeuilles, notamment des flux initiés par les banques européennes. Les banques européennes ont fortement augmenté leur endettement à court terme aux États-Unis, sur le marché monétaire, et, dans le même temps, leurs encours de prêts à long terme ou d'investissements à risque (titres adossés aux crédits hypothécaires type CDO) aux États-Unis... Le poids considérable des grandes banques internationales [...] a évidemment accentué les risques systémiques en créant un énorme potentiel de désastabilisation en cas de choc spécifique. La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 et ses effets systémiques constituent un exemple emblématique de cette nouvelle dimension de la finance globale.

Car la crise de 2008-2009 [...] résulte aussi des nouvelles interdépendances suscitées par la globalisation financière. [...] Dans l'avant-crise, [...] le rôle des investisseurs internationaux dans l'acquisition des produits financiers titrisés [...] a beaucoup facilité le boom du crédit. Pendant la crise, [...] la globalisation financière a affecté l'incidence et la propagation de la crise américaine, via les relations interbancaires internationales, les positions croisées transfrontières.

André Cartapanis, «Les nombreux paradoxes de la globalisation financière», conférence au colloque *Les Défis économiques du xx<sup>e</sup> siècle*, Académie d'Orléans, mai 2013.

#### À savoir

La **globalisation financière** désigne la mise en place, à l'échelle de la planète, d'un marché unifié des capitaux par l'intégration de plus en plus poussée des marchés financiers nationaux. Le **risque systémique** est le risque qu'un événement particulier entraîne par réactions en chaîne des effets négatifs considérables sur l'ensemble du système pouvant occasionner une crise générale de son fonctionnement.

#### Faire le point

##### Vrai ou faux?

- Les difficultés d'accès à la liquidité des banques les ont poussées à réaliser des ventes en catastrophe.
- La faillite de Lehman Brothers a déclenché la crise des *subprimes*.
- Seules les banques américaines ont été impliquées dans les *subprimes* et la titrisation.
- Les interdépendances entre les banques internationales induites par la globalisation financière ont contribué à la propagation de la crise.

ARTICLES

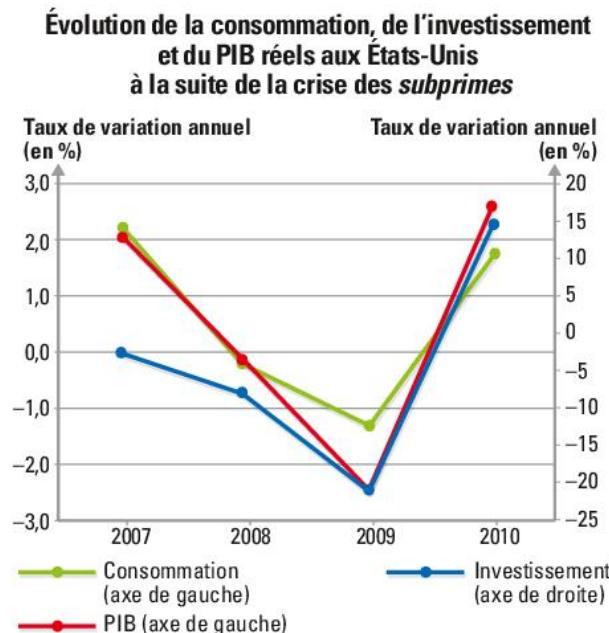
##### Mission

Lisez ces deux articles, puis préparez un oral de 2 min pour expliquer la faillite de Lehman Brothers.

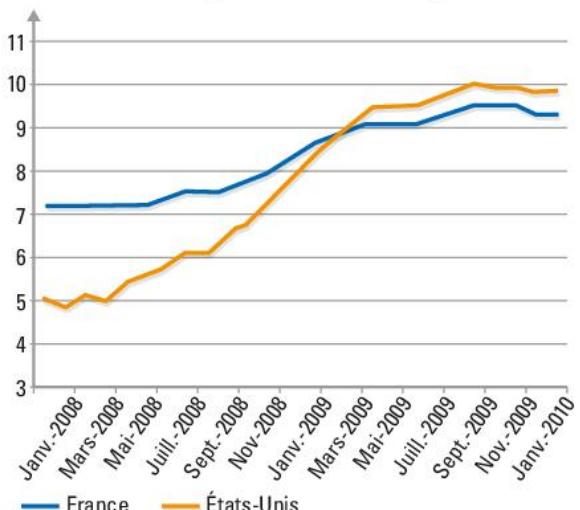
## C La transmission des crises financières à l'économie réelle

### 1 Réagir

Comment ont évolué le PIB, la consommation, l'investissement et le chômage après la crise des subprimes ? Quelles explications voyez-vous à ces évolutions ?



**Évolution du taux de chômage aux États-Unis et en France après la crise des subprimes**



Federal Reserve Economic Data, 2019.

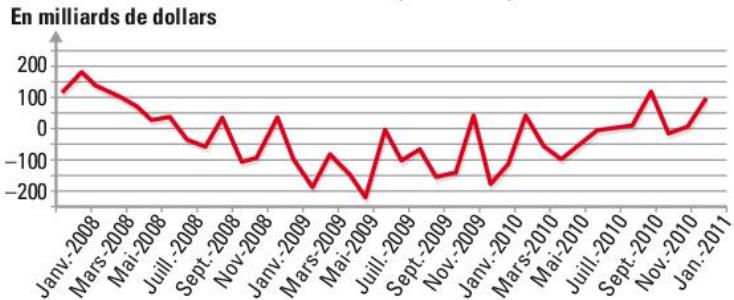
### 2 La contraction du crédit (credit crunch)

#### DOC FONDAMENTAL

Le premier canal de transmission de la crise est la contraction de l'offre de crédit: comme les banques éprouvent les plus grandes difficultés à trouver des liquidités et des fonds propres, elles sont moins en mesure d'octroyer des prêts aux entreprises et aux ménages. Le coût des emprunts – le taux d'intérêt – est également accru, car l'ensemble des créanciers exigent des primes de risques plus élevées en raison de la crise de confiance qui s'est installée. Les PME sont les premières à souffrir de cette situation, les banques préfèrent les emprunteurs les moins risqués (États et grandes entreprises). L'assèchement du crédit réduit l'activité économique: sans la possibilité de recourir à des emprunts, les ménages réduisent leurs dépenses, tandis que les entreprises reportent ou annulent des investissements, voire rencontrent des problèmes de trésorerie pouvant les mener à la faillite.

Nicolas Couderc, Olivia Montel-Dumont, « Les mécanismes de la Grande Récession », *Problèmes Économiques*, hors-série n°2, 28 novembre 2012.

**Flux mensuels de nouveaux crédits à la consommation aux États-Unis (2008-2011)**



Federal Reserve Economic Data, 2019.

**1 Calculer.** À l'aide d'un calcul adéquat, présentez la baisse du flux mensuel de nouveaux crédits entre janvier 2008 et mai 2009.

➔ **Fiche méthode 6**

**2 Expliquer.** Pourquoi les banques ont-elles réduit leur offre de crédit ? Pourquoi les flux de crédits sont-ils négatifs ?

**3 Analyser.** Expliquez pourquoi la contraction du crédit contribue à faire baisser l'activité économique.

### 3 Effets de richesse négatifs et montée de l'épargne de précaution

DOC FONDAMENTAL

À cette panne du crédit s'ajoute désormais une montée de l'épargne privée. Pour deux raisons. D'abord, quand le patrimoine des ménages perd de la valeur, il se produit ce qu'on appelle « un effet de richesse » : les ménages concernés s'efforcent de mettre davantage d'argent de côté de façon à compenser, au moins partiellement, cet « appauvrissement ». Ce mécanisme est plus important dans les pays anglo-saxons qu'ailleurs, mais il s'applique à l'échelle mondiale. Aux États-Unis, on estime que la crise financière et immobilière a amputé de 10 % environ le patrimoine des ménages, ce qui représente une perte de l'ordre de 1 500 milliards de dollars, que les ménages vont s'efforcer de combler, au moins en partie. Deuxièmement, face aux difficultés économiques, les ménages autant que les entreprises cherchent à se constituer,

ou à préserver, une sorte de matelas de sécurité protecteur ; ils évitent de s'exposer aux risques liés à l'endettement. Bref, le comportement de fourmi l'emporte sur celui de cigale et l'épargne de précaution se gonfle aux dépens de la consommation et de l'investissement. [...]

Selon les économistes néoclassiques, ce supplément d'épargne des ménages et des firmes devrait déboucher sur un supplément d'investissement. Mais, justement, cela est peu probable en raison des comportements de prudence de la grande majorité des acteurs économiques. Au lieu de stimuler l'investissement, l'accroissement de l'épargne contribue à freiner la demande.

Denis Clerc, « Le retour de Keynes », *Alternatives économiques*, hors-série pratique n°38, 1 avril 2009.

1 Définir. En quoi consiste l'« effet de richesse négatif » ?

2 Analyser. Quelle autre raison que l'effet de richesse négatif explique la montée de l'épargne privée à la suite de la crise financière ?

3 Interpréter. Pourquoi la hausse de l'épargne n'engendre-t-elle pas une hausse de l'investissement ?

### 4 Ventes forcées et risque de déflation par la dette

DOC FONDAMENTAL

La survenue d'une crise financière dans une situation de surendettement peut entraîner une forte chute des prix au sein de l'économie. Lorsque les agents économiques voient les prix des actifs financiers se retourner brutalement, anticipant une dégradation supplémentaire des prix, ils cherchent à revendre rapidement leurs actifs pour limiter les pertes, amplifiant par la même occasion la baisse des prix sur les marchés financiers. Les pertes subies poussent les agents endettés à vendre leurs biens et à théauriser, ce qui favorise une baisse du niveau général des prix, donc une augmentation de la valeur réelle des dettes, renforçant la propension à réaliser des « ventes en catastrophe ». Ce mécanisme de déflation par la dette (*debt-deflation*) décrit par Irving Fisher est susceptible de déclencher une spirale déflationniste et un effondrement de la production par contraction de la demande agrégée. C'est ce phénomène qui a notamment présidé à la crise économique des années 1930 ainsi qu'à la crise économique de 2008 aux États-Unis<sup>1</sup>.

Jérôme Villon, « La déflation », *Écoflash*, n°309, juin 2016.

1. En 2008-2009, en raison de l'intervention des autorités monétaires et budgétaires, l'économie n'a pas connu la déflation. Mais l'inflation est demeurée très faible et les efforts de désendettement des agents privés ont contribué à la baisse de la demande globale.



Le cercle vicieux de la déflation par la dette, L'éco en schéma.

#### A savoir

**Irving Fisher** (1867-1947), économiste américain majeur du début du xx<sup>e</sup> siècle, avait soutenu jusqu'à la crise de 1929 des thèses orthodoxes confiantes dans les capacités d'autorégulation des économies de marché. Ruiné par le krach financier et ébranlé dans ses convictions par l'ampleur et la durée de la crise économique, il a révisé sa doctrine et exposé dans un article de 1933 une théorie visant à expliquer les grandes dépressions économiques par le phénomène de **déflation par la dette** (*debt-deflation*).

#### Faire le point

Remplir le texte à trous avec les mots suivants :

- a. épargne de précaution b. dépenses c. crédit  
d. déflation e. richesse.

La dégradation du bilan des banques les conduit à réduire le volume du (1...) accordé aux agents économiques ce qui limite les (2...) des agents non financiers. Mais ceux-ci tendent aussi à augmenter leur (3...) pour se désendetter. Ils cherchent à reconstituer une (4...) amputée par la chute des cours boursiers. Ces comportements comportent le risque de provoquer une (5...) susceptible d'accroître la valeur réelle des dettes.

#### Vers le bac

EC Partie 1. Présentez les mécanismes par lesquels la crise financière se transmet à l'économie réelle.

## A La justification de la régulation du système financier

### 1 Réagir

Quels problèmes posent les aides aux banques lors des crises financières ?  
En quoi cela justifie-t-il la régulation des banques ?



De 2008 à 2017, l'UE a approuvé des aides au secteur financier pour un montant total de 1 459 milliards d'euros d'aide en capital, auxquels s'ajoutent 3 659 milliards d'euros d'aide de trésorerie. Au final, seuls 665 milliards d'euros de capital et 1 296 milliards de trésorerie ont été effectivement déboursés. Et si les établissements financiers ont en partie remboursé ces aides, le sujet reste politiquement sensible car selon la Cour des comptes européenne, depuis la crise de 2008, le **secteur des services financiers a reçu plus d'aides d'État que tout autre secteur de l'économie**.

### 2 Sauvetage des banques, risque systémique et aléa moral

DOC FONDAMENTAL

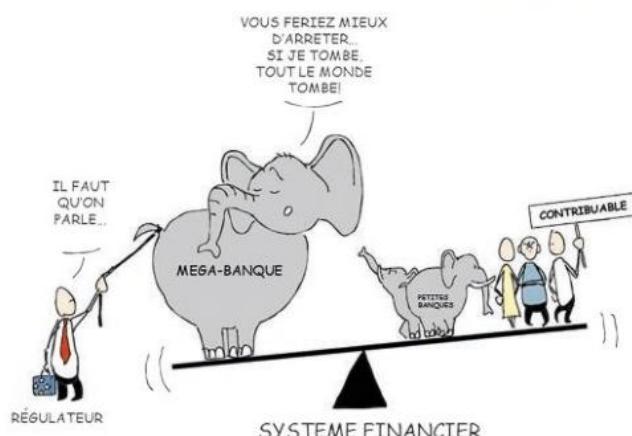
Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff montrent [...] que « les périodes de forte mobilité internationale des capitaux ont de manière répétée produit des crises bancaires internationales » et que, de façon tout aussi récurrente, ces crises bancaires ont presque toujours conduit à une explosion des dettes publiques dans les années qui ont suivi. [...]

En trois ans, [la crise de 2008] a provoqué le chômage de 13 millions de personnes dans les pays de l'OCDE [...] et une hausse en moyenne de 80 % des déficits publics. Comme la crise des années 1930, elle conduit à une remise en cause profonde des mécanismes de régulation. Elle révèle [...] deux dangers majeurs pour la stabilité financière, jusque-là ignorés par la régulation prudentielle : le risque systémique d'une part, et l'aléa moral provoqué par la garantie implicite de l'État d'autre part. [...] Quant à l'aléa moral, il n'était pas [aussi discuté] dans les années 1930 où aucune garantie de l'État n'avait jamais été envisagée en cas de problème bancaire. [...] Ce n'est plus le cas aujourd'hui : il est implicite que, si trop de déposants devaient perdre leur argent en cas de crise, l'État compenserait partiellement les pertes. Et, à vrai dire, qu'il ne laisserait sans doute pas les difficultés empirer jusqu'à la fermeture d'une banque de dépôt. Cette garantie de l'État non seulement tend à engager les contribuables dans le sauvetage d'activités qui peuvent ne pas être directement liées au financement de l'économie, des activités de spéculation, mais elle a également pour effet d'accroître la prise de risques au sein du secteur bancaire et donc la probabilité de faillites. L'aléa moral incite le système financier à prendre trop de risques, puis prend en otage l'argent public pour sauver des activités de spéculation...

Karine Berger, « La régulation bancaire et financière face aux crises : Roosevelt et aujourd'hui », *Pouvoirs*, 2014/3 (n° 150).

### À savoir

Le rôle de **prêteur en dernier ressort** théorisé par **Walter Bagehot** dans *Lombard Street* en 1873, consiste, pour la banque centrale, à disposer du pouvoir d'octroyer des liquidités de manière illimitée à une ou plusieurs banques en difficulté, afin de leur éviter le dépôt de bilan et, au-delà, d'empêcher une propagation de faillites en chaîne qui déstabiliserait tout le système de paiement et de crédit, et donc l'activité économique et l'emploi.



**1 Décrire.** Quel est l'impact des crises financières sur la dépense publique ?

**2 Définir.** En quoi consistent le risque systémique et l'aléa moral ?

**3 Analyser.** Expliquez la phrase soulignée.

### 3 Réguler la finance car elle est un bien commun

La stabilité financière est [...] un bien commun sur lequel il est essentiel de veiller. Elle figure parmi les trois missions centrales de la Banque de France, aux côtés de la stratégie monétaire et des services à l'économie. [...]

Je tiens à le dire d'emblée : la finance est un formidable instrument du progrès économique, décisif dans le décollage du capitalisme européen puis mondial depuis le XVI<sup>e</sup> siècle. Pour soutenir le commerce d'abord, l'investissement ensuite, l'innovation aujourd'hui, – et ainsi la croissance –, il est bien évidemment indispensable de créer des conditions propices au financement de l'économie et à des institutions financières solides. [...]

Comme toute activité humaine [...], la finance n'est pourtant 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. [...] 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. Une étude de Laeven et Valencia de 2013, qui répertorie 147 crises bancaires entre 1970 et 2011, évalue la perte cumulée médiane de la production à environ 23 % du PIB entre le pic d'activité précédant la crise et les trois années qui suivent. [...] En outre, au-delà des effets immédiats, les crises financières réduisent le potentiel de croissance de l'économie à long terme : les entreprises limitent en effet leurs investissements en recherche et développement, en capital et en infrastructures, ce qui entraîne une baisse de la productivité et un ralentissement du progrès technologique.

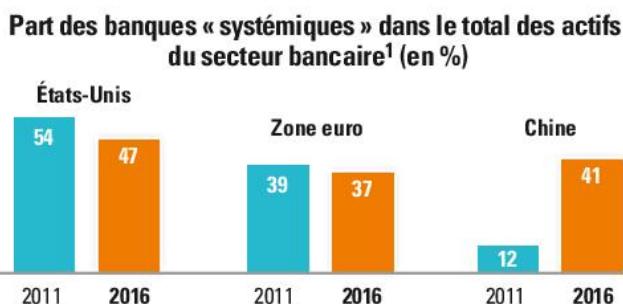
François Villeroy de Galhau, « Les régulations mises en place pour assurer la stabilité financière sont-elles compatibles avec l'accélération nécessaire de la croissance dans la zone euro ? », discours à l'Académie des sciences morales et politiques, 6 novembre 2017.

1 Comprendre. En quoi la stabilité financière est-elle « un bien commun » ?

2 Décrire. Quels sont les principaux effets des crises financières ?

3 Analyser. Pourquoi la régulation est-elle indispensable selon François Villeroy de Galhau, le gouverneur de la Banque de France ?

### 4 Des efforts de régulation mais des banques toujours « too big to fail »



Note : En 2016, en Chine, les actifs des banques « systémiques » représentent 41 % de l'ensemble des actifs du secteur bancaire.

1. L'actif bancaire correspond à ce que possède une banque, ses ressources (ce qui n'est pas au passif).

#### À savoir

La France compte **quatre banques d'importance systémique** dans la liste des établissements « *too big to fail* » publiée par le **Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board)** : le groupe BPCE (organe central de la Banque Populaire et de la Caisse d'Épargne et maison-mère de Natixis), BNP Paribas, Crédit Agricole et Société Générale. Ce sont les établissements faisant peser une menace sur l'ensemble du système financier mondial en cas de faillite ou de crise majeure.

#### Application

À partir de la vidéo, recensez les contraintes réglementaires pesant sur les banques. Pourquoi le risque systémique reste-t-il élevé ?



1 Comprendre. Pourquoi les banques systémiques sont-elles « *too big to fail* » ?

2 Calculer. Calculez, en points de pourcentage, l'évolution entre 2011 et 2016 de la part des banques systémiques dans le total des actifs bancaires aux États-Unis, dans la zone euro et en Chine. Analysez ces résultats.

#### Faire le point

##### Vrai ou faux ?

- a. Le rôle de prêteur en dernier ressort de la Banque centrale crée un aléa moral.
- b. Une banque systémique est « *too big to fail* ».
- c. Un risque systémique correspond à une panique bancaire.
- d. Le sauvetage des banques par les pouvoirs publics n'a pas d'impact sur le contribuable.

#### Vers le bac

EC Partie 3. Pourquoi la régulation du système financier apparaît-elle indispensable ?

## B Les moyens de régulation du système financier

### 1 Réagir

Quels sont les objectifs de la régulation bancaire qui apparaissent dans cette chronologie ?

- 1930 Création de la BRI (Banque des règlements internationaux)
- 1974 Faillite de la banque allemande Herstatt
- 1974 Création du Comité de Bâle, Comité de supervision bancaire qui rassemble les représentants des Banques centrales et des organismes de régulation nationaux
- Années 1980 Crise de la dette en Amérique latine
- 1988 Accord de Bâle I: les ratios de solvabilité (ratio de Cooke) obligent les banques à avoir assez de capitaux propres pour absorber leurs pertes liées aux risques de crédit (non-remboursement)
- 1995 Scandale de la Barings Banks (pertes colossales sur des activités de *trading*)
- 1996 Amendement pour intégrer les risques de marché (risque de perte lié à la variation du prix des titres, etc.)
- 1995-1998 Crise mexicaine, crise asiatique
- 2004 Accords de Bâle II, le risque opérationnel tel que le risque de panne, informatique notamment, est pris en compte. Le ratio Mc Donough remplace le ratio Cooke
- 2007-2008 Crise des subprimes, faillite de Lehman Brothers
- 2010 Accords de Bâle III: les banques doivent avoir 4,5 % de « vrais » fonds propres + 2,5 % de volant de « conservation »
- 2017 Finalisation des accords de Bâle III

\* Les fonds propres d'une banque désignent le capital apporté par les associés ou actionnaires plus le bénéfice non redistribué.

### 2 Les modalités possibles de la régulation

La réforme Bâle III, ayant pour but d'améliorer la solidité des banques en imposant de nouvelles normes sur le niveau et la qualité des fonds propres, va dans le sens de [...] créer des coussins de sécurité pour renforcer les banques. [...] Bâle III renforce la solidité des banques, mais sans pouvoir prévenir à coup sûr les faillites. Une banque peut paraître sûre à un moment donné et disposer de ratios de liquidité conformes aux normes de Bâle III... et tout de même faire banqueroute en cas de retournement des anticipations du marché. [...]

La seconde approche est de refuser le fait qu'une institution soit « *too big to fail* », ce qui retirerait alors la garantie implicite de l'État et responsabiliserait en même temps les banques. Pour cela [...], il convient de séparer en deux les activités des banques : (1) les activités permettant l'investissement des entreprises et des ménages et (2) les activités de marché « à risques » (*proprietary trading* par exemple).



Le 16 juin 1933 le Président Franklin Roosevelt signe le *Banking Act* en présence des sénateurs Carter Glass (Virginie) et Henry Steagall (Alabama) qui sépare les activités bancaires de dépôts et celles d'affaires. En France, la loi du 1945 procédera au même découpage et restera en vigueur jusqu'en 1984. Le *Glass-Steagall Act* sera supprimé en 1999 par le *Gramm-Leach-Bliley Act*.

**DOC FONDAMENTAL**

L'objectif de la séparation bancaire est donc que l'État garantissonne uniquement la partie (1) de la banque, mais pas la partie (2). Il faut cependant comprendre que la frontière est souvent étroite entre les activités « utiles à l'économie » et les « activités spéculatives ». Lorsqu'une banque par exemple achète un contrat « *future* » (produit dérivé) à un producteur de blé en garantissant un prix d'achat dans X mois, l'activité de la banque est à la fois utile à l'économie (car offrant une sorte d'assurance au producteur contre une future variation du prix du blé) mais aussi spéculative (la banque spéculle sur une hausse du cours). Cela dit, essayer de séparer les activités [...] pourrait servir à créer une délimitation entre l'activité « utile » garantie explicitement par l'État et l'activité de « spéculation » non-garantie (avec forcément un côté arbitraire de temps à autre) !

Thomas Renault, « "Too big to fail" ! Privatisation des gains et socialisation des pertes », *Captain Economics*, 26 février 2013.

**1 Comprendre.** Quels comportements les accords de Bâle cherchent-ils à contrôler et limiter ?

**2 Décrire.** Quels moyens pour responsabiliser les banques sont présentés dans le texte ?

**3 Analyser.** Expliquez la phrase soulignée.

### 3 Les principes de la régulation prudentielle des banques

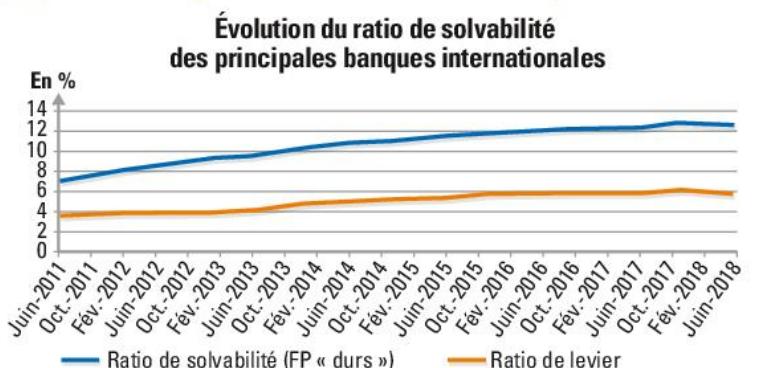
	Problèmes et limites de l'accord de Bâle II	Problèmes et limites de l'accord de Bâle III
<b>Ratio de solvabilité</b> (la solvabilité renvoie à la capacité d'une banque à rembourser ses dettes : actifs > dettes)	<p>Exigence de 8 % de Fonds propres (FP) mais seulement 2 % de « vrais » FP (actions et réserves) → faible contrainte et insuffisance pour absorber les pertes</p> <p>Utilisation de modèles internes pour le calcul des risques → sous-estimation par certaines banques</p> <p>Procyclicité : hausse de la valeur des FP et baisse du risque mesuré en phase d'« euphorie » → moindre contrainte/contrainte plus forte en cas de crise car hausse du niveau de risque</p>	<p>4,5 % de « vrais » FP + 2,5 % de volant de « conservation » (si une banque puise dans ce volant, sa distribution de dividendes est limitée)</p> <p>Le niveau de risque calculé en interne ne peut être inférieur à 72,5 % de celui évalué par les modèles standards</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Possibilité de puiser dans le volant de « conservation » en cas de crise</li> <li>- « Coussin » contracyclique : de 0,5 à 2,5 % de FP exigés en phase « haute » du cycle financier</li> </ul>
<b>Liquidité</b> (capacité de remboursement à court terme)	Absence de prise en compte des problèmes de liquidité (incapacité des banques à se refinancer à court terme)	Ratio de court terme : les banques doivent pouvoir faire face à une pénurie de financement de 30 jours
<b>Établissements de taille systémique</b>	Certaines d'être sauvées car leur faillite entraînerait la chute du système financier (« <i>too big to fail</i> »), les grandes banques prennent plus de risques (aléa moral)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Surcharge systémique pour les grandes banques : de 1 % à 4 % de FP supplémentaires</li> <li>- Ratio de levier plus exigeant pour limiter l'endettement</li> </ul>

- 1 **Lire.** Quelles nouvelles exigences en termes de fonds propres les accords de Bâle III ont-ils introduites ?
- 2 **Expliquer.** En quoi les ratios de fonds propres sont-ils procycliques ? Comment la réglementation de Bâle III s'efforce-t-elle de corriger cette procyclicité ?
- 3 **Analyser.** Quel problème spécifique posent les établissements de grande taille ? Comment les règles de Bâle III tentent-elles de répondre à ce problème ?

#### À savoir

**L'effet de levier** est un mécanisme qui permet à un agent, par le biais de l'endettement, de dégager des rentabilités très élevées à partir d'un capital de départ limité. **Le ratio de levier** limite la part des actifs financés par la dette (rapport entre le total des actifs et les fonds propres).

### 4 Une supervision accrue du système bancaire



Source : BRI, *Basel III Monitoring Report*, mars 2019. Échantillon de 106 banques.

- 1 **Lire.** Comment ont évolué les ratios de solvabilité des banques depuis 2011 et depuis la signature de Bâle III ?
- 2 **Comprendre.** À l'aide de la vidéo, présentez les mécanismes de régulation au niveau européen et leurs missions.
- 3 **Expliquer.** En quoi consistent les stress tests ? Comment contribuent-ils à la régulation des banques ?



Qu'est-ce que l'Union bancaire ?, EU Banking and Finance.

#### À savoir

L'Autorité bancaire européenne (EBA) pratique régulièrement des **tests de résistance (stress tests)** auxquels 48 banques du continent sont soumises régulièrement. Il s'agit de simuler des scénarios de stress économique sévère (chute du PIB, des prix de l'immobilier, Brexit...) pour évaluer si les banques détiennent des réserves en capital suffisantes pour absorber les chocs. La BCE peut alors imposer aux établissements certaines améliorations. Ces **stress tests** mesurent toutefois mal les chocs réels que pourraient rencontrer les banques (défiance, incertitude...).

#### Faire le point

##### Vrai ou faux ?

- a. Les ratios de solvabilité de Bâle visent à limiter la prise de risque des banques.
- b. Les ratios de Bâle II avaient un effet contracyclique.
- c. Depuis Bâle, les banques ne peuvent plus utiliser de modèles internes pour évaluer leurs risques.
- d. Le niveau de fonds propres des banques s'est élevé depuis 2011.



#### Mission

Visionnez la vidéo « Bâle III : des règles pas si contraignantes ! ». Recensez les arguments qui permettent de nuancer la portée du renforcement des règles.

## C Les obstacles à la régulation du système financier

### 1 Réagir

Quel est le poids et quelles sont les caractéristiques du lobby financier dans l'Union européenne ?

#### LA PUISSANCE DU LOBBY FINANCIER.

La vérité sur l'influence massive des banques sur les décideurs politiques européens

#### LES LOBBYISTES SONT PARTOUT !

1700 lobbyistes financiers travaillent au niveau de l'Union européenne. Ce sont quatre lobbyistes pour un fonctionnaire des affaires financières.



120 M€

v 4 M€

#### DÉPENSER DE L'ARGENT POUR EN GAGNER.

Chaque année le secteur financier dépense plus de 120 millions d'euros en lobbying auprès des institutions européennes. C'est 30 fois la somme des dépenses des syndicats, des associations des consommateurs et des ONG.

#### TOUT REPOSE SUR LE RÉSEAU DE CONNAISSANCES...

75 % des conseillers qui siègent dans les commissions d'expertise et d'aide à la législation européennes entretiennent des liens directs avec le secteur financier.



D'après Corporate Europe Observatory, "The fire power of the financial lobby", 2014.

### 2 Les pièges de la complexité

Tout comme la complexité des dispositions fiscales est devenue un facteur important de l'évasion fiscale et crée des distorsions entre les différents contribuables quant à leur capacité à exploiter à leur profit cette complexité, la complexité des dispositions de réglementation prudentielle engendre des distorsions du même type entre les plus grandes banques et les plus petites. En d'autres termes, la complexité crée des sortes de distorsions de concurrence [...] car les banques systémiques ont les moyens et sont incitées à consacrer davantage de ressources pour tirer parti de cette complexité afin de réduire la pression réglementaire. « L'optimisation » pour ne pas dire la manipulation de leur actif pondéré par les risques en est un très bon exemple. [...] S'ajoute à cela que la sophistication de la réglementation influence directement la composition du personnel des agences en charge des réglementations et de la supervision dans un sens favorable à l'industrie. La complexité réglementaire justifie le recrutement d'experts financiers issus de l'industrie régulée. Ceux-ci sont censés mieux comprendre la technicité des réglementations et ses enjeux alors même que, du fait de leur carrière antérieure dans l'industrie, ils souffrent souvent d'un biais pro-industrie. Les portes tournantes<sup>1</sup> sont ainsi le plus souvent justifiées par des arguments en termes de compétences techniques et de connaissance fine du secteur. Cependant, des travaux empiriques récents mettent en exergue le coût de ces portes tournantes en termes de perte d'efficacité de la réglementation et/ou de la supervision.

V. Bignon, J. Couppey-Soubeyran, L. Scialom, *10 ans après... Bilan des réformes bancaires et financières depuis 2008 : avancées, limites, propositions*, rapport de Terra Nova, septembre 2018.

1. Le phénomène des portes tournantes désigne le fait que des mêmes personnes travaillent successivement pour des entreprises privées et pour les administrations publiques chargées de leur régulation.

#### DES BANQUIERS DANS LES INSTANCES DE RÉGULATION DE LA FINANCE



- 1 **Expliquer.** En quoi la complexité réglementaire crée-t-elle des « distorsions de concurrence » entre banques ?
- 2 **Analyser.** Expliquez la phrase soulignée.
- 3 **Distinguer.** Par quels canaux s'exerce l'influence du secteur financier sur la réglementation ?

### 3 Le cycle réglementation – déréglementation – re-réglementation

En mettant en relation un superviseur et un supervisé, la supervision ressemble un peu au jeu du chat et de la souris. Les superviseurs dépensent autant d'énergie à mettre en place des instruments que les banques à gérer habilement ces derniers pour les contourner. Aussi, les réglementations mises en place finissent-elles toujours par devenir inopérantes et par nécessiter une refonte: c'est un processus dialectique (réglementation – déréglementation – re-réglementation). [...] On peut également considérer que les superviseurs dépensent une énergie folle à raffiner les normes existantes, sans veiller à élargir leur périmètre d'intervention et l'adapter à l'essor de nouveaux acteurs. [...] Certains acteurs ont ainsi pu développer leur activité en dehors de tout contrôle prudentiel. C'est notamment le cas des *hedge funds*<sup>1</sup>, dont le nombre a été multiplié par trois et les actifs par dix entre le milieu des années 1990 et le milieu des années 2000 [...]. En outre, même les acteurs les plus contrôlés – les banques, en l'occurrence – ont réussi à développer une sorte de secteur parallèle fantôme échappant au contrôle (ce qu'on appelle le *shadow banking*), en créant des entités financières *ad hoc* pour y loger une partie de leurs actifs risqués, ainsi transformés en actifs négociables (c'est le principe de la « titrisation ») destinés à être cédés à divers investisseurs. Une fois sortis du bilan, ces paquets de créance échappaient à l'exigence réglementaire de fonds propres et permettaient aux banques de continuer d'accroître leur octroi de crédits sans en payer le prix en fonds propres.

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Monnaie, banques, finance*, PUF, 2015.

1. Fonds d'investissement à caractère spéculatif.



Conseil de stabilité financière, *Global Monetary Report on Non-Bank Financial Intermediation*, 2019.

#### À savoir

Le **shadow banking** (« finance de l'ombre ») est composé des activités et des acteurs contribuant au financement non bancaire de l'économie. Il comprend essentiellement des fonds d'investissement qui collectent l'épargne et la placent à court ou moyen terme.

- 1 **Calculer.** Comment a évolué la valeur des actifs financiers du shadow banking entre 2002 et 2007 ?
- 2 **Décrire.** En quoi consiste le « processus dialectique » décrit dans le texte ? Quels en sont les ressorts ?
- 3 **Justifier.** Pourquoi peut-on considérer que le développement du shadow banking a constitué pour les banques un moyen de contourner les réglementations prudentielles ?

### 4 Un chantier permanent

Une première série de questions concerne la cohérence et le champ de la nouvelle philosophie réglementaire. Les autorités de régulation ont consacré l'essentiel de leurs efforts au capital et à la liquidité des banques, mais la finance parallèle reste largement non réglementée [...].

Une deuxième série de questions concerne l'avenir de l'effort réglementaire mondial face à des intérêts privés puissants et à l'affaiblissement général de la coopération internationale. L'histoire de la réglementation financière est marquée par d'amples mouvements de balancier entre laisser-faire extrême et régulation intrusive. Ces cycles réglementaires reflètent la tension entre plusieurs forces. D'un côté, les crises financières heurtent profondément l'économie et la société, suscitant une colère populaire durable, donc une demande forte de régulation. De l'autre, la réglementation fait l'objet d'un lobbying intense de la part d'un secteur financier puissant

qui conserve des liens incestueux avec les responsables politiques, les régulateurs et les administrations. Selon les époques, c'est l'une ou l'autre de ces forces qui domine, comme le montre l'histoire financière des États-Unis. Une troisième série de questions concerne le rôle de l'innovation technologique. Déjà, par le passé, des innovations financières en rupture ont bousculé les modèles industriels en place, mais la réponse réglementaire est souvent venue avec un retard significatif. [...] Dans quelle mesure les FinTech<sup>1</sup> mettront en cause les cadres réglementaires existants, et à quel horizon, est une question entièrement ouverte.

Agnès Bénassy-Quéré et al., *Politique économique*, De Boeck, 2017.

1. L'expression FinTech combine les termes « finance » et « technologie » : elle désigne une start-up innovante qui utilise la technologie pour repenser les services financiers et bancaires.

1 **Lire.** En quoi peut-on dire que le renforcement réglementaire survenu depuis la crise de 2008 est resté inachevé ?

2 **Analyser.** Pourquoi peut-on parler de « cycles » en matière de réglementation financière ? Quelles sont les forces qui gouvernent cette logique cyclique ?

3 **Expliquer.** Quel défi l'innovation pose-t-elle aux régulateurs ?

#### Faire le point

Retrouvez la définition des termes suivants :

- a. innovations financières
- b. lobbying
- c. portes tournantes.

#### Vers le bac

EC Partie 3. Peut-on réguler le système bancaire ?

# TITRISATION ET « FINANCE de L'OMBRE »

**Le développement du shadow banking (« finance de l'ombre ») s'est accéléré dans les années 80 en parallèle de la libéralisation des marchés financiers. Il a joué un rôle important dans la crise de 2008 en favorisant la titrisation. Pour autant ces institutions financières non bancaires jouent également un rôle dans le financement de l'économie. Quelles sont donc les interactions entre système bancaire et institutions financières non bancaires ?**



Tout comprendre sur  
la finance de l'ombre,  
Le Figaro.

1

## Une nébuleuse d'institutions financières non bancaires

Les acteurs du shadow banking sont très variés (Organismes de placement collectifs (OPC) monétaires, fonds d'investissement à vocation générale, véhicules de titrisation, fonds de capital-investissement (*private equity*), fonds spéculatifs (*hedge funds*), [...] établissements de crédit-conso ou de crédit-auto, de micro-crédit, sites de *crowdfunding* (financements participatifs), plateformes de monnaies virtuelles (bitcoins par exemple), etc.). C'est un secteur difficile à cerner en raison de la très grande diversité des activités et des acteurs concernés [...].

Le shadow banking joue un rôle utile en offrant:

- Des modes d'intermédiation alternatifs au financement bancaire, accroissant la capacité de financement de l'économie et contribuant ainsi à soutenir la croissance
- Des rendements plus élevés que ceux proposés par le système bancaire traditionnel

Mais il est également source de risques:

- En occasionnant des opportunités d'arbitrage qui affaiblissent la portée de la réglementation bancaire
- En créant des distorsions de concurrence au détriment des banques classiques soumises à une réglementation stricte
- En étant porteur d'un risque de nature systémique, tant directement, compte tenu de la vulnérabilité potentielle de certaines de ses composantes aux *runs* (désengagements massifs des investisseurs en période de stress sur les marchés), qu'à travers ses interconnexions avec le système bancaire traditionnel (via des opérations de financement [...] ou encore en étant filiales de banques).

Hélène Duprat, « Qu'est-ce que le « shadow banking » ? », *L'économie pour tous*, n°4, La Société générale, mars 2019.



Titrisation, mode d'emploi, Les Échos.  
La titrisation, Cité de l'économie.

2

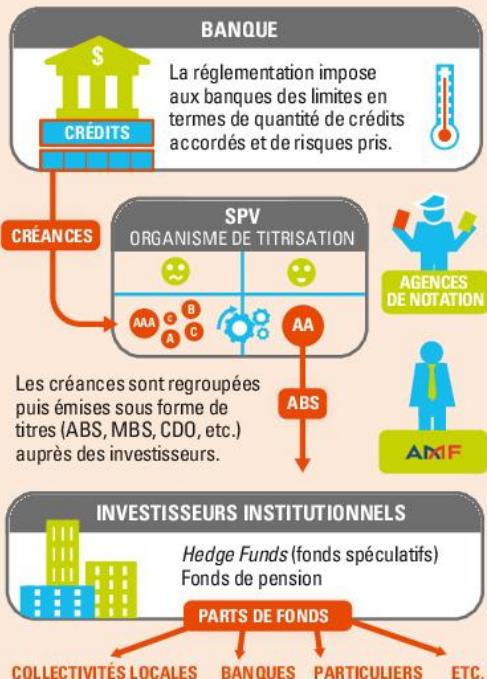
## Le mécanisme de la titrisation

La titrisation est une technique financière qui transforme des actifs peu liquides [...] tels que les crédits, en valeurs mobilières facilement négociables comme des obligations. Aux États-Unis comme en Europe, les banques ne peuvent accorder de crédits que dans une certaine proportion de leurs propres ressources. Pour distribuer plus de crédits, les banques américaines ont donc commencé à céder des créances, notamment issues des crédits *subprimes* durant les années 2000, à les « sortir de leur bilan »<sup>1</sup>, ce qui mécaniquement leur redonnait des possibilités de consentir de nouvelles lignes de crédit. Au fil du temps, la technique s'est sophistiquée. Entre la banque et l'investisseur qui achète ces créances, s'est interposée une société, qu'on appelle « *Special Purpose Vehicle ou Company* » (SPV ou SPC), souvent créés par la banque, et les différentes créances ont été « mélangées » à des titres de meilleure qualité servant de réserve en cas de défaillance.

« Titrisation », *La Financepour tous.com*, 29 juillet 2019.

1. Cela permet aux banques d'améliorer certains de leurs ratios de solvabilité et de respecter la réglementation bancaire.

### Le mécanisme de titrisation de crédits



« Titrisation », *La financepour tous.com*, 29 juillet 2019.

Note : Le terme générique de la titrisation est ABS (*Asset Backed Securities*) : il exprime que les titres (*securities*) sont adossés (*backed*) à des actifs (*asset*). Selon ce qu'on met dans les véhicules de titrisation, ils s'appellent CDO (*Collateralised Debt Obligation*) lorsqu'il s'agit de titres garantis par des créances bancaires, MBS (*Mortgage Backed Securities*) quand ils reposent sur des crédits hypothécaires, etc.

3

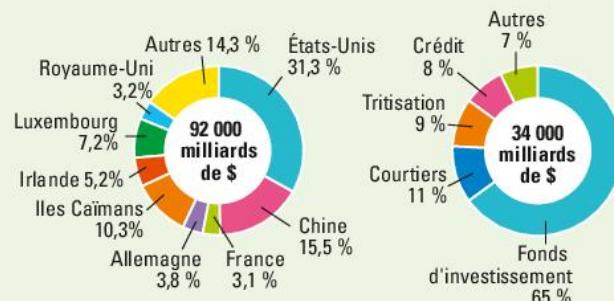
## Le poids mondial du shadow banking

### Le poids mondial du shadow banking



Banque de France, « La finance hors banques : tendances et enjeux », *Revue de la stabilité financière*, n° 22, avril 2018.

### Part des pays dans le shadow banking mondial en 2017 et montant des actifs du shadow banking



Note : Le poids du shadow banking par rapport au système bancaire national est de 60 % aux Illes Caïman, de 45 % en Irlande, de 17 % aux États-Unis, de 12 % en Allemagne et de 10 % en France.

Rapport 2018 du *Financial Stability Board*.

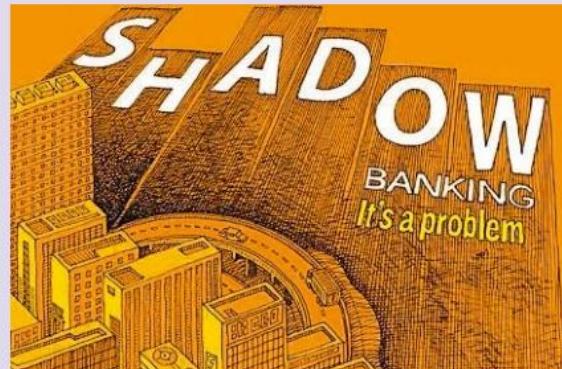
4

## Les principaux risques liés à la finance parallèle

### Les risques du shadow banking

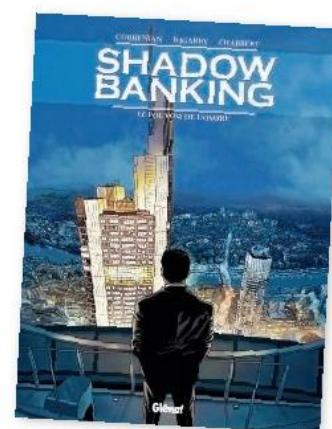


D'après [Lafinancepourtous.com](http://Lafinancepourtous.com).



### ► Exploiter les documents

- 1 Quels sont les points communs et les différences entre les banques et les acteurs du shadow banking ? (**Document 1**)
- 2 Quelle est l'utilité économique du shadow banking ? Quels liens entretient-il avec les banques ? (**Documents 1 et 2**)
- 3 Distinguez les institutions qui participent à la titrisation et en évaluent la qualité. À quel moment les échanges se font-ils sur les marchés des capitaux dans ce processus ? (**Document 2**)
- 4 Quel rôle joue le SPV (*Special Purpose Vehicle*) dans la transformation des crédits ? Comment parvient-il à réduire le risque des titres vendus aux investisseurs institutionnels ? (**Document 2**)
- 5 Présentez l'évolution du poids du shadow banking. Quels sont les risques que fait peser le shadow banking sur le système bancaire et financier ? (**Document 3 et 4**)



### Vers le bac

**EC** Partie 3. Le shadow banking est-il une menace pour la stabilité financière ?

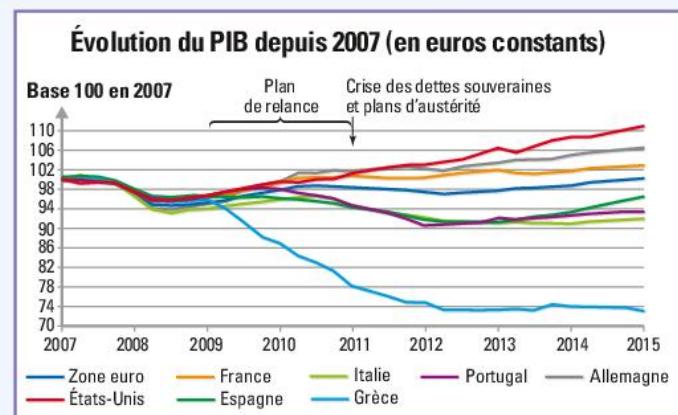
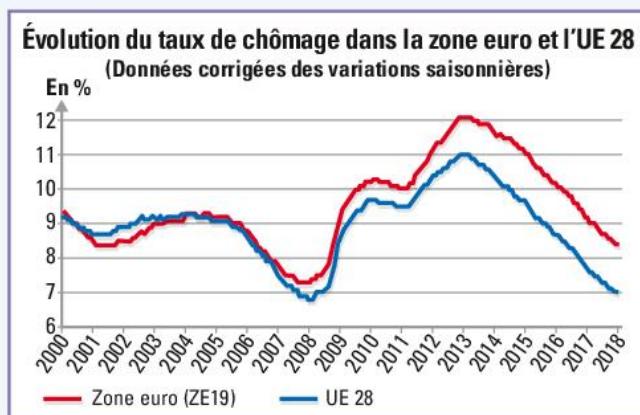
# Activité 1

Analyser et synthétiser des documents

**Notions:**  
Crise économique, chômage, déflation, PIB

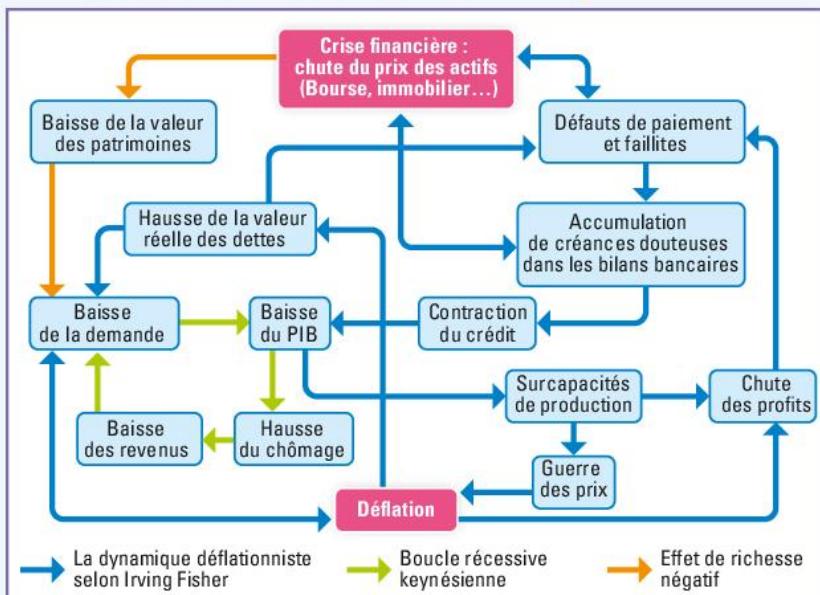
## L'impact de la crise financière sur la sphère réelle en 2008

### Doc 1 L'impact de la crise sur le taux de chômage et le niveau d'activité

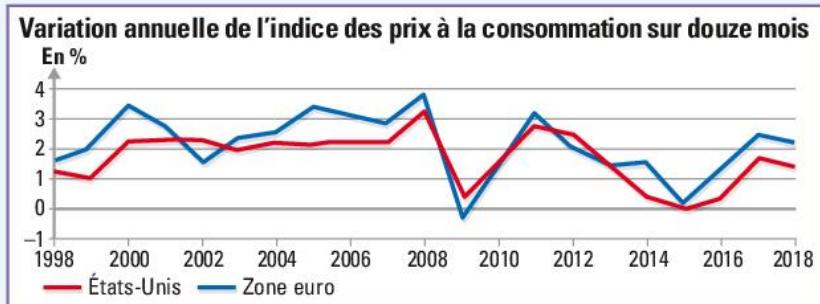


« 2007-2015: une si longue récession », Blog de Thomas Piketty, 8 janvier 2016.

### Doc 2 Compression de la demande, désendettement et déflation



Jacques Adda, «Faut-il avoir peur de la déflation?», *Alternatives Économiques*, n°364, 01/01/2017



### Étape 1 Analyser les documents

#### Doc 1

1 Calculez la progression du taux de chômage de 2008 à 2013 pour la zone euro et l'UE à 28.

2 Présentez l'évolution du PIB entre 2007 et 2015 de l'Allemagne et de la Grèce.

3 Montrez à l'aide de données chiffrées adaptées que l'impact de la crise sur le PIB et sa durée a été très variable selon les pays. Commentez la situation grecque.

#### Doc 2

4 Expliquez les causes de la déflation à partir des analyses de Irving Fisher et de celles de John Maynard Keynes.

5 Présentez l'impact de la crise sur le niveau des prix.

6 Comment les plans de relance ont-ils pu soutenir la croissance de 2008 à 2011?

### Étape 2 Vers le bac

Comment expliquer l'effet de la crise de 2008 sur le niveau de la croissance, du chômage et de l'inflation?

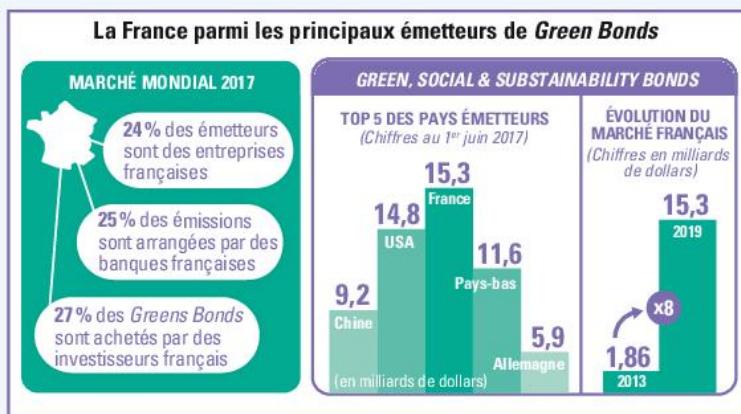
## Activité 2

**Notions:**  
Obligations vertes

→ Faire une recherche documentaire et préparer un exposé

# L'essor des obligations vertes : la prochaine bulle financière ?

## Doc 1 L'important développement des obligations vertes en France



## Doc 2 Quelles perspectives pour la finance verte ?



Pour compenser ce fossé entre les besoins et la réalité des financements publics, les gouvernements se tournent vers le privé : émission d'obligations vertes/Green Bonds par les États, la Banque européenne d'investissement (BEI) ou les entreprises, développement de fonds d'investissements durable pour les investisseurs institutionnels (fonds de pension, banques, compagnies d'assurance, fonds communs de placement...) ou les particuliers.

Cependant, la réalité n'est pas si rose et de nombreux problèmes se posent :

- [...] À court terme, le respect de l'environnement se révèle plutôt moins rentable que les produits traditionnels et ne les remplace pas.
- Les investisseurs quels qu'ils soient recherchent les produits moins risqués et qui garantissent un retour financier rapide. Ils sont très peu sensibles aux critères non-financiers environnementaux ou éthiques.
- La transparence et la labellisation des produits verts restent un problème. Sachant que le marché fonctionne en grande partie sur base volontaire, on peut s'attendre à une grande part de greenwashing pour ce qui est des produits d'investissements privés [...].
- Les financements privés ne doivent pas se substituer aux financements publics.

Il apparaît donc indispensable d'encadrer le développement des produits financiers par des mécanismes de labellisation et de contrôle, une interdiction de mettre sur le marché un certain nombre de produits liés aux énergies fossiles et en particulier au charbon ou au gaz de schiste comme c'est le cas déjà notamment pour les mines anti personnel.

Vanessa Amboldi, « La finance verte est-elle crédible ? », CEPAG (Centre d'éducation populaire André Génot), 27 février 2018.

### À savoir

Les **Green Bonds** ou **obligations vertes** sont des emprunts émis sur les marchés par une entreprise ou une entité publique auprès d'investisseurs spécifiquement pour financer des projets ayant un impact positif sur l'environnement (énergies renouvelables, réduction des émissions de CO<sub>2</sub>, infrastructures, etc.) et qui sont assortis de contraintes de transparence à travers des rapports réguliers sur l'usage des fonds levés.

### Étape 1 Analyser les documents

- Quelles sont les spécificités des obligations vertes par rapport à des obligations standards ? (Document 1)
- Calculez la progression des émissions d'actions vertes en France entre 2013 et 2019 ? (Document 1)
- Quels agents participent au développement des obligations vertes avec quelles limites pour le financement de la transition écologique et sur la qualité du marché ? (Document 2)

### Étape 2 Faire une recherche documentaire

- Cherchez quelles sont les principales institutions publiques et entreprises participant en France au développement des obligations vertes. Analyser les initiatives dans le secteur bancaire autour de la *Green Supporting Factor*.
- Recherchez les principales initiatives des institutions internationales en matière de promotion de la finance verte et le rôle de la France depuis la COP21.
- En quoi les obligations vertes peuvent-elles participer au *greenwashing* («écoblanchiment») ? Cherchez des illustrations en France ou dans le monde.
- Décrivez la dynamique qui pourrait conduire à la formation d'une bulle spéculative verte à partir de vos recherches sur les caractéristiques de ces produits.

### Étape 3 Vers le bac

- ÉCRIT** Rédigez un paragraphe pour expliquer les avantages, les limites et les risques du développement de la finance verte.
- ORAL** Préparez un exposé de 5 min sans support écrit pour présenter le rôle de la France dans le développement de la finance verte.

## Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?

### L'essentiel en 5 points

Une crise **financière** peut prendre la forme d'une chute des cours de la bourse (crise **boursière**), d'une dépréciation importante du taux de change (crise de **change**), d'importantes difficultés du secteur bancaire (crise **bancaire**) ou d'une hausse des taux d'emprunts à l'État (crise **obligataire**).

L'**endettement** des agents économiques participe à la formation de **bulles financières**. La crise se prépare dans les phases de croissance (« **paradoxe de la tranquillité** ») lorsque la confiance des investisseurs les pousse à emprunter.

Les crédits deviennent de plus en plus **risqués** car la **convention dominante** convainc les investisseurs que « cette fois, c'est différent ». Par des **comportements mimétiques**, les agents amplifient la bulle : les prix se déconnectent de plus en plus de leur valeur fondamentale.

L'affaiblissement de la confiance provoque le **krach**. Les agents vendent leurs titres ce qui participe à la **déflation par la dette**, et, par un phénomène de **prophétie autoréalisatrice** déstabilise le système bancaire, en créant des **paniques bancaires**.

Les **crises financières** accentuant le **risque systémique**, les pouvoirs publics cherchent à réguler le système financier pour éviter de devoir refinancer le secteur bancaire et de créer un **aléa moral**.

### 1 Les crises financières résultent d'un endettement et d'une prise de risque croissants

#### a. Les spécificités des crises financières

**DOSSIER 1A**

- Une **crise financière** est une perturbation brutale du système financier. Elle peut se manifester par une **crise boursière**, c'est-à-dire l'effondrement du **marché boursier**; une **crise bancaire** caractérisée par des difficultés rencontrées par les banques; une **crise de change** qui est l'effondrement brutal du cours d'une ou plusieurs devises ou encore une **crise obligataire** qui se traduit par la hausse brutale des taux des emprunts d'État.
- Les crises de 1929 et de 2008, caractérisées par des **krachs boursiers**, ont été particulièrement fortes. On observe depuis 1980 une recrudescence des crises affectant les pays avancés et les pays émergents ainsi qu'un changement de leurs formes. Cela s'explique en partie par la déréglementation financière

#### b. Les liens entre endettement et crises financières

**DOSSIER 1B**

- Dans les périodes d'expansion, les agents ont **confiance** en l'avenir et prennent des risques croissants. C'est le « **paradoxe de la tranquillité** » (H. Minsky).
- Le développement du crédit contribue à la hausse du prix des actifs qui entretiennent la prise de risque car la convention dominante laisse penser que « cette fois, c'est différent ». En effet, une **innovation radicale**, qu'elle soit **financière** (titrisation) ou **technologique** (bulle Internet de 2001) ou encore une ouverture de nouveaux marchés (crise asiatique de 1997) doit permettre de limiter le risque et de soutenir indéfiniment la croissance. On parle d'« **aveuglement au désastre** » (C. Juglar).

#### c. La formation de bulles spéculatives à l'origine des crises financières

**DOSSIER 1C**

- Des **bulles spéculatives** se forment quand un écart important apparaît entre la valeur fondamentale des actifs et leur valeur de marché. La variation des cours résulte souvent de **comportements mimétiques**, chaque individu a intérêt à se conformer aux croyances du groupe.
- La bulle est donc alimentée par des **comportements spéculatifs**: des individus investissent dans des actifs dont ils anticipent, de façon exagérément optimiste, la hausse du prix.
- Cela conduit à la réalisation de **prophéties autoréalisatrices** (R. K. Merton) puisque les anticipations des agents produisent les effets qui sont anticipés. La croyance en une hausse des prix encourage les acteurs à parier sur la hausse des prix, ce qui l'accélère entretenant une euphorie.

### Mots-clés

Le **marché boursier** est un marché financier sur lequel s'échangent des actions. Le cours des actions cotées en Bourse est déterminé selon la loi de l'offre et de la demande.

Une **bulle spéculative** se définit comme une augmentation auto-entretenue et excessive de l'écart entre le prix et la valeur fondamentale d'un actif (action, obligation, monnaie, etc.).

Le **comportement spéculatif** est l'achat (ou la vente) de marchandises ou de titres financiers en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure, avec pour mobile l'anticipation d'un changement de prix et non un objectif lié à l'activité productive.

On appelle **risque systémique** le risque qu'un événement particulier entraîne par réactions en chaîne des effets négatifs considérables sur l'ensemble du système pouvant occasionner une crise générale de son fonctionnement.

Une **déflation par la dette** décrit l'effet du désendettement des agents économiques qui, à la suite d'une crise, vendent leurs actifs, ce qui accentue la baisse de leur prix et participe à l'accroissement de leur dette réelle.

La **régulation** englobe à la fois les aspects de réglementation et de supervision du secteur bancaire et financier.

L'**aléa moral** désigne le fait qu'un acteur est porté à prendre des risques parce qu'il sait qu'il n'aura pas à assumer le coût du risque pris.

Une institution financière « **too big to fail** » est un établissement dont la taille et les interdépendances avec d'autres institutions font craindre que sa faillite générera une crise de l'ensemble du système financier.

## 2 Les crises se déclenchent lors d'un retournement de la confiance puis se diffusent

### a. Le déclenchement des crises financières

- Mais, lorsqu'un choc défavorable apparaît ou que le retournement de la confiance s'opère à la suite d'une remise en cause de la **convention dominante**, les agents économiques ont des anticipations négatives et par un mécanisme de prophéties autoréalisatrices vendent leurs actifs comme les autres agents, ce qui provoque la baisse de leur prix.
- La crise des *subprimes* illustre ce mécanisme, amplifié par la mise en place d'innovations financières comme la **titrisation** qui a contribué à diffuser le risque.

### b. La propagation des crises au sein du secteur bancaire et financier

- Les comportements des acteurs contribuent à la propagation des crises. Le besoin de se désendetter et de se procurer de la liquidité conduit notamment les banques à procéder à des **ventes en catastrophes** qui diffusent la tendance baissière sur les marchés. La crise de confiance s'en trouve aggravée.
- L'accroissement des interdépendances entre acteurs qu'a provoqué la **globalisation financière**, renforce le **risque systémique** en facilitant la contagion.

### c. La transmission des crises financières à l'économie réelle

- Les difficultés qu'elles rencontrent conduisent les banques à limiter fortement leur crédit aux acteurs non financiers. C'est le **credit crunch** qui réduit la consommation et l'investissement.
- Du fait de la chute des cours boursiers, les détenteurs d'actifs financiers sont aussi victimes d'**effets de richesse négatifs** qui les conduisent à réduire leurs dépenses.
- La recherche du désendettement et la hausse de l'épargne de précaution accentuent encore la contraction de la demande et donc de la production. La tendance baissière se généralisant à l'ensemble des prix, un cercle vicieux de **déflation par la dette** peut même se créer. Il augmente le coût des emprunts.

## 3 La régulation du système financier est indispensable mais complexe à mettre en œuvre

### a. La justification de la régulation du système financier

- La **régulation** du système financier est d'abord motivée par le coût élevé des crises financières en termes de contraction de l'activité économique et de hausse du chômage. Le sauvetage des établissements financiers pour limiter l'ampleur des crises représente en outre un surcroît important de dépenses pour l'État.
- Mais l'anticipation de ces sauvetages induit un phénomène d'**aléa moral**, incitant les banques, en particulier celles considérées comme « *too big to fail* », à augmenter leur prise de risques. C'est une raison supplémentaire de réguler leur activité.

### b. Les moyens de régulation du système financier

- Une première forme de régulation consiste à séparer les activités à risque des banques des activités utiles au financement de l'économie et essentielles à sa stabilité. Ce fut la voie choisie après la crise de 1929 (*Glass-Steagall Act*).
- L'autre option consiste à obliger les banques à respecter des **règles prudentielles**, en particulier à **détenir un montant de fonds propres** leur permettant de couvrir leurs pertes en cas de choc négatif. Elle passe depuis les années 1980 par l'imposition de **ratios de solvabilité**, dont l'exigence a été renforcée après la crise de 2008.
- Mais le secteur financier dispose d'importants moyens qui lui permettent d'exercer un puissant **lobbying** pour limiter la sévérité de la réglementation.
- Mais la régulation est également compliquée par la dynamique des **innovations financières**, comme celle du **shadow banking**, dont certaines sont justement motivées par un effort de contournement de la réglementation..

### Ne pas confondre

#### Crise économique et crise financière

La **crise économique** affecte des variables de la sphère réelle (niveau de production, niveau d'emploi), tandis que la **crise financière** se situe dans la sphère monétaire et financière en affectant le niveau des prix des actifs financiers. Une crise financière débouche souvent sur une crise économique lorsque l'instabilité bancaire contraint le crédit et l'activité économique ou affecte la confiance, mais ce n'est pas systématique. Une crise économique peut aussi parfois déclencher une crise financière.

#### Anticipation et prophétie autoréalisatrice

Une **anticipation** fonde la décision de l'agent sur la base de ses estimations d'une valeur future (inflation, cours d'une action, croissance...) dans un contexte d'incertitude. Les anticipations sont positives sur l'évolution des valeurs si la confiance domine, ou négatives lorsque la confiance se retourne. Une anticipation ne débouche sur une **prophétie autoréalisatrice** que si l'individu, en anticipant l'évolution d'un phénomène, agit dans le sens de cette évolution et participe à faire réaliser ce qui était anticipé.

### Chiffres clés



Entre juillet 2007 et mars 2009, les principales bourses mondiales ont perdu **50 % à 60 %** de leur valeur.



Sur le marché des prêts immobiliers américains, le plus vaste du monde avec 5 800 milliards de dollars en 2007, les crédits **subprimes** atteignaient environ **15 %** du total de l'ensemble des crédits.



Les crédits **subprimes** étaient à taux variables sur la durée du prêt selon la formule du **« 2/28 »**, où le **2** signifie deux ans de taux d'intérêt promotionnels avant que le taux réel ne s'applique sur les **28** années suivantes.



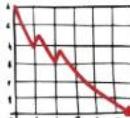
« Plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent. »  
Irving Fisher (1867-1947), économiste américain.

# Synthèse

SYNTHESE  
ANIMÉE

## COMMENT EXPLIQUER LES CRISES FINANCIÈRES ET RÉGULER LE SYSTÈME FINANCIER ?

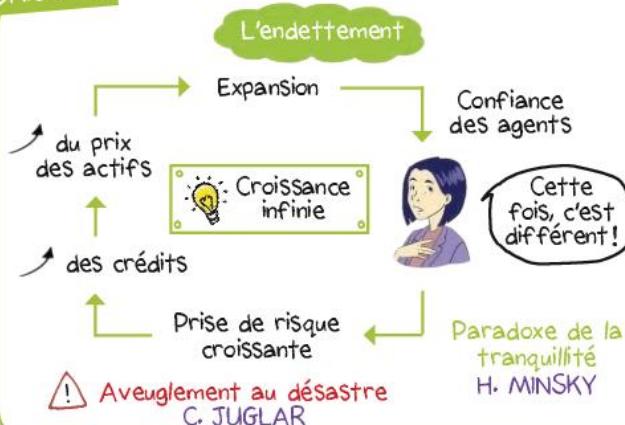
### QUOI ?



Crise financière = perturbation du système financier

- Crise boursière
  - Crise bancaire
  - Crise de change
  - Crise obligataire
- Depuis 1980 → Recrudescence des crises frappant les pays avancés et émergents  
→ Changement de la forme des crises

### ORIGINES



### Les bulles spéculatives



### DÉCLENCHEMENT



### RÉGULATION

Indispensable mais complexe à mettre en œuvre

→ Nécessité : lutte contre l'aléa moral



Il n'y a pas de problème.

→ Moyens :

✓ Séparation des banques d'affaires et des banques commerciales  
**1945 Spécialisation des banques**

✓ Règles prudentielles  
Ex. : ratios de solvabilité

→ Difficultés :

- ✓ Poids des lobbys / portes tournantes
- ✓ Globalisation financière
- ✓ Innovations financières visant à contourner la réglementation  
Ex. : shadow banking

Je suis "too big to fail" : peu importe les risques que je prends, l'Etat et la Banque centrale me sauveront toujours.

### PROPAGATION

#### Au Sein de la sphère financière

- ✓ Comportement des acteurs
- ✓ Globalisation financière
- Risque systémique



Cela touche tout le système !

#### A l'économie réelle

- Contraction de l'activité économique
  - ✓ Credit crunch
  - ✓ Effet de richesse négatif
  - ✓ Augmentation de l'épargne de précaution
- ⚠ Déflation par la dette



### 1 Vérifier des affirmations

Vrai ou faux ?

- a. Une crise financière se distingue d'une crise économique car elle se manifeste dans la sphère bancaire et financière (marché boursier, obligataire, des changes).
- b. L'endettement des agents économiques conduit systématiquement à une crise financière.
- c. En phase d'euphorie, la confiance en la hausse des prix est entretenue par un « aveuglement au désastre ».
- d. Les comportements mimétiques peuvent être rationnels et participer à la formation d'une « bulle spéculative rationnelle ».
- e. La crise financière se déclenche lorsque la confiance est fragilisée.
- f. Les paniques bancaires (*bank run*) se produisent lorsqu'une banque fait faillite.
- g. Les accords de Bâle III cherchent à séparer les activités bancaires de détail et d'investissement.

### 2 Définir les principales notions

Retrouver la ou les bonne(s) réponse(s).

**1. Une bulle spéculative :**

- a. se traduit par une déconnexion de la valeur d'un actif de sa valeur fondamentale.
- b. est le résultat de comportements irrationnels des agents économiques.
- c. résulte de phénomènes mimétiques qui contribuent à entretenir la hausse des prix dans la phase euphorique et leur baisse lorsque la confiance se retourne.

**2. La déflation par la dette :**

- a. résulte d'une baisse de la dette des agents économiques lorsqu'éclate la crise.
- b. est entretenue par la vente des titres dont la valeur baisse, ce qui amplifie la baisse des prix.
- c. est liée à la volonté de désendettement des agents économiques.

**3. La réglementation bancaire :**

- a. n'est pas parvenue à limiter la prise de risque des banques.
- b. cherche à responsabiliser les banques pour éviter le risque d'aléa moral.
- c. ne concerne que les banques dites « systémiques ».

### 3 Compléter un schéma de synthèse du cours

Complétez le texte du schéma avec les termes suivants :

- a. bulles financières
- b. réelle
- c. aversion au risque
- d. déflation par la dette
- e. euphorie
- f. crédit
- g. prix

Dans la lignée des travaux de Charles Kindleberger, et particulièrement depuis la crise de 2008, nombreux d'économistes s'accordent aujourd'hui sur l'enchaînement de cinq phases constituant le cycle financier.

#### Les cinq étapes du cycle financier

**PHASE 1**

Une phase d'expansion suit une période de récession. La hausse du revenu va de pair avec le développement du (1...) qui permet de financer les investissements, alimentant ainsi la **croissance économique**. Les agents économiques font preuve d'**optimisme** et achètent des actifs, ce qui participe à l'augmentation de leur (2...) selon la loi de l'offre et la demande.

**PHASE 2**

La **confiance** engendre une phase d'(3...) durant laquelle l'apparente tranquillité crée les conditions de la crise à venir en permettant le développement de l'endettement et la hausse du prix des actifs, favorisant ainsi les (4...). Ce phénomène se transmet à l'ensemble des marchés en raison de leur interdépendance. Les agents économiques sous-évaluent le risque, beaucoup se surendettent.

**PHASE 3**

Cette fragilisation croissante crée les conditions d'un **retournement de la confiance** qui aura lieu à la suite d'un événement particulier (hausse des taux des banques centrales par exemple).

**PHASE 4**

La confiance laisse alors la place au **pessimisme** des agents économiques. L'(5...) gagne les banques et engendre une **contraction du crédit**.

**PHASE 5**

Apparaît alors un mécanisme de (6...). La réduction du crédit ne permet plus de financer l'activité économique, ce qui limite les investissements et engendre une **récision**. L'obsession du désendettement pousse les agents économiques à vendre leurs actifs pour rembourser leurs crédits, et crée ainsi une baisse des prix et une augmentation du poids de leur dette (7...).

D'après Vincent Barou, Benjamin Ting, *Fluctuations et crises économiques*, Armand Colin, 2015.

# Mobiliser ses connaissances

## 4 Compléter un tableau de synthèse du cours

Associez chacune des affirmations suivantes à une case numérotée du tableau ci-dessous.

- a. Les pouvoirs publics peuvent réguler l'activité bancaire en imposant des règles aux banques comme une séparation entre l'activité de dépôt et de banque d'affaire (*Glass-Steagall Act* en 1933). b. Les paniques bancaires se produisent du fait de rumeurs ou d'indicateurs défavorables et les comportements mimétiques finissent par produire ce qui était anticipé. c. Une crise financière n'est pas une crise économique mais elle peut résulter d'une crise économique ou la provoquer. d. La crise est provoquée par un changement de convention dominante. e. Les crises se multiplient avec la globalisation financière dans un contexte de déréglementation, de changes flottants et de mobilité des capitaux. f. Les innovations financières,

technologiques ou les nouveaux marchés entretiennent l'idée que « cette fois, c'est différent ». Une convention justifiée rationnellement crée un « aveuglement au désastre » (C. Juglar). g. Les banques sont appelées à se responsabiliser car sous bien des aspects le financement de l'économie est un bien commun. h. L'existence de portes tournantes (*revolving doors*) entre acteurs des activités financières et de régulation contribue à affaiblir l'efficacité de la réglementation bancaire. i. La croyance en l'opinion du marché participe au phénomène de prophétie autoréalisatrice dans la phase d'euphorie. Si tous les investisseurs achètent parce qu'ils anticipent une hausse des prix, cette hausse se produira.

L'endettement croissant de plus en plus risqué à l'origine des crises	Le déclenchement et la diffusion des crises	Une nécessaire mais complexe régulation du système financier
<p><b>1 Les caractéristiques des crises financières</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Une crise financière est une perturbation brutale du système financier.</li><li>– Elle peut prendre la forme d'une crise boursière, bancaire, de change ou obligataire.</li></ul>	<p><b>4 Le déclenchement de la crise</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Un choc défavorable ou un retournement de la confiance conduit à des anticipations pessimistes.</li><li>– Des prophéties autoréalisatrices participent au déclenchement du krach puis à la baisse du prix des actifs.</li></ul>	<p><b>7 Réguler pour limiter l'aléa moral</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Réguler permet d'obliger les banques à ne pas prendre de risque en particulier si ce sont des banques systémiques « <i>too big to fail</i> ».</li><li>– La régulation vise à protéger les pouvoirs publics de lourdes dépenses publiques pour recapitaliser des banques ou les nationaliser.</li></ul>
<p><b>2 L'endettement à l'origine des crises</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– En phase d'expansion, les agents ont confiance en l'avenir et prennent des risques croissants. C'est ce que Minsky nomme « le paradoxe de la tranquillité ».</li><li>– Le développement du crédit entretient la hausse des prix des actifs, ce qui incite à prendre des risques supplémentaires, entretenant l'euphorie.</li></ul>	<p><b>5 La propagation de la crise financière au sein de la sphère financière</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Les banques perdent confiance et ne se prêtent plus entre elles.</li><li>– La mobilité des capitaux et les innovations financières participent à la propagation de la crise.</li></ul>	<p><b>8 Mettre en place des règles pour limiter la prise de risque</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– La Banque des règlements internationaux supervise des activités bancaires par des ratios de solvabilité.</li><li>– Les banques respectent des contraintes de fonds propres par rapport à leurs actifs et prennent en compte les risques de marché, de crédit... (contrôle microprudentiel).</li><li>– Les banques centrales évaluent si les banques détiennent assez de réserves pour résister aux chocs (contrôle macroprudentiel).</li></ul>
<p><b>3 Les comportements des agents participant à la formation de bulles spéculatives</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– On parle de bulle spéculative lorsqu'un écart important se crée entre la valeur fondamentale des actifs et celles du marché.</li><li>– La hausse des prix reflète des comportements mimétiques (métaphore du concours de beauté de Keynes) car chaque investisseur a intérêt à se conformer aux comportements des autres.</li></ul>	<p><b>6 La propagation de la crise à la sphère réelle</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Les banques contractent leur offre de crédit (<i>credit crunch</i>) à la suite de la crise.</li><li>– L'épargne de précaution augmente du fait de « l'effet de richesse négatif » lié à la baisse du prix des actifs.</li><li>– Le désendettement des ménages et des entreprises induit la vente de titres qui contribuent au phénomène de « déflation par la dette ».</li></ul>	<p><b>9 Une régulation complexe à mettre en œuvre</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Une régulation imparfaite car influencée par les lobbys bancaires.</li><li>– Un contournement de la réglementation du fait de l'existence du <i>shadow banking</i>.</li></ul>

## 5 Associer un terme à sa définition

Retrouvez la définition des termes suivants :

a. prophétie autoréalisatrice    b. spéculation    c. « paradoxe de la tranquillité »    d. bulle spéculative

1. Le fait d'anticiper un événement et de modifier son comportement peut contribuer à ce que les prédictions se produisent.  
2. Comportement consistant à gagner de l'argent en achetant (ou en vendant) des marchandises, des actifs financiers ou des devises avec l'intention de les revendre (ou de les racheter) à une date ultérieure, en bénéficiant d'une évolution favorable du prix de ces marchandises ou de ces actifs.  
3. Mécanisme économique théorisé par Hyman Minsky montrant

le caractère endogène des crises financières qui se construit dans la phase d'expansion du cycle et conduit à adopter des comportements de financement de plus en plus risqués.  
4. Des anticipations exagérément optimistes sur la croissance et la hausse des prix peuvent provoquer une augmentation de la valeur des actifs, qui se déconnecte de plus en plus de leur valeur réelle, attirant alors de plus en plus d'acheteurs sur un marché donné.

## 6 Analyser un schéma

Repérez dans ce graphique :

- a. que le financement des agents est de plus en plus risqué
- b. l'effet de la confiance puis de son retournement
- c. le lien entre endettement et évolution des prix
- d. le rôle de la banque centrale dans le «moment Minsky».



« Le Paradoxe de la tranquillité de Minsky », *L'éco en schéma*, A. Melachrinos.

## 7 Mettre en application ses connaissances du cycle financier

Retrouvez les phases du cycle financier de la crise de 2001 décrites dans l'article suivant.

**19 mars 2000.** Après avoir connu une période d'euphorie sur les marchés financiers, marquée par des investissements frénétiques sur des valeurs technologiques survalorisées, la bulle Internet (*dot-com bubble*) éclate. La « nouvelle économie » qu'Allan Greenspan – directeur de la Fed, la banque Centrale américaine – qualifie dès 1996 d'« exubérance irrationnelle », va alors s'effondrer. Le magasin en ligne *Boo.com* vient de faire faillite, amorçant un déclin plus général. [...] Pourtant, lors de sa création, dix-huit mois plus tôt, rien ne présage une telle débâcle.

L'entreprise britannique spécialisée dans la vente en ligne de vêtements et accessoires de sport, et qui promet dès novembre 1999 « une expérience époustouflante du shopping virtuel, au-delà de tout ce qui existe sur le web », a réuni grâce à une campagne de communication bien orchestrée des investisseurs de renom comme le patron de LVMH Bernard Arnault [...]. Le monde de la finance s'agit. La situation économique – plein emploi, absence d'inflation, taux d'intérêt bas – est propice aux investissements et les nouvelles technologies de l'Internet et des communications (NTIC) promettent des bénéfices colossaux, en même temps que les innovations technologiques prolifèrent. La « quatrième révolution industrielle est en marche », avancent certains. [...] Dès lors, toute arrivée d'actions de start-up sur le marché Internet est accompagnée d'une forte confiance dans le potentiel de croissance. Tout le monde rêve du succès des grands comme Apple et Microsoft. Des moyens financiers très importants sont mis à la disposition des créateurs d'entreprises qui ne nécessitent quasiment plus aucun apport pour voir le jour tant les gains promis par les sociétés du secteur aiguisent l'appétit des investisseurs.

Les cours atteignent ainsi des proportions impressionnantes sans rapport avec le chiffre d'affaires ou les réels bénéfices. L'indice NASDAQ – pour National Association of Securities Dealers Automated Quotations, le plus grand marché électronique d'actions du monde – à 1 000 points en 1995, explose jusqu'à 5 000 points en 2000.

Le choc est d'autant plus brutal quand la bulle explose. Mais le séisme provoqué par la faillite de *Boo.com* n'est que le retour de bâton logique de la dérive du marché des sociétés *dot-com* (.com), aux dépenses pharaoniques et aux recettes dérisoires. Le modèle économique ne tient pas. [...] La confiance dans la nouvelle économie, qui faisait dire à un économiste américain quelques semaines plus tôt qu'elle annonçait la fin des crises financières, retombe en quelques heures.

Une étude réalisée par le consultant PriceWaterhouseCoopers révèle que 25 des 28 *dot-com* cotées à la bourse de Londres sont au bord de l'effondrement. [...] En cause, une survalorisation des entreprises du secteur qui, à l'image de *Boo*, n'est qu'illusion. [...] Le pot aux roses découvert, tout le monde cherche à vendre. Nous assistons maintenant à une chute brutale des titres en Bourse, fortement concentrée dans le secteur. [...] La vitesse de propagation du krach n'a d'égal que la ruée vers les start-up et l'euphorie économique des cinq dernières années. Le NASDAQ, au plus haut le 8 mars 2000 connaît une chute vertigineuse. Tous les profits réalisés depuis 1995 (environ 145 milliards de dollars) par les 4 300 sociétés du marché sont volatilisés par des pertes gigantesques entre 2000 et 2001 (148 milliards).

Les faillites s'enchaînent et le secteur va connaître une récession terrible, s'étendant à l'économie mondiale en général.

Tristan Berteloot, « Finances : de la bulle internet à la crise des subprimes », *Nouvel Obs*, 22 décembre 2009.

# Tout pour réviser

## Le vocabulaire à maîtriser

Réalisez votre lexique pour ce chapitre à partir des mots-clés suivants.

- Crise économique, crise financière, crise bancaire, crise boursière, crise de change, crise obligataire, krach boursier ➔ **Dossier 1 A, p. 134**
- « Aveuglement au désastre », crédits, crédits *subprimes*, endettement, innovation financière, « paradoxe de la tranquillité », titrisation ➔ **Dossier 1 B, p. 136**
- Bulle spéculative, comportements mimétiques, spéculation, prophétie autoréalisatrice, euphorie ➔ **Dossier 1 C, p. 138**
- Anticipation, convention, panique bancaire (*bank run*) ➔ **Dossier 2 A, p. 140**
- Risque systémique, solvabilité des banques, collatéral ➔ **Dossier 2 B, p. 142**
- *Credit crunch*, déflation par la dette, effet de richesse, épargne de précaution ➔ **Dossier 2 C, p. 144**
- Aléa moral, bien commun, banque systémique, prêteur en dernier ressort ➔ **Dossier 3 A, p. 146**
- Régulation prudentielle, ratio de solvabilité ➔ **Dossier 3 B, p. 148**
- *Shadow banking*, lobbying, portes tournantes ➔ **Dossier 3 C, p. 150**

### En seconde

- **Chapitre 2:** croissance, récession, dépression

### En première

- **Chapitre 3:** aléa moral, bien commun, externalités
- **Chapitre 4:** actions, capacité/besoin de financement, déficit public, dette publique, financement externe direct et indirect, marché monétaire, marché financier, marché des fonds prétables, obligations
- **Chapitre 5:** banque centrale, banques commerciales, déflation, inflation, marché interbancaire, masse monétaire, taux d'intérêt

## Ne pas confondre

Assurez-vous de bien maîtriser les phénomènes ou concepts suivants en vous entraînant à les distinguer.

- Crise économique et crise financière
- Crise bancaire et crise boursière
- *Credit crunch* et panique bancaire
- Bulle spéculative et spéculation
- Anticipation et convention
- Effet richesse et épargne de précaution

## Les schémas à retenir

Synthétisez vos connaissances dans des schémas, notamment sur les thèmes de la liste suivante.

- Les phases du cycle économique ➔ **Dossier 1 A, p. 134**
- L'effet du retournement de la confiance ➔ **Dossier 2 A, p. 140**
- La diffusion de la crise immobilière à la sphère bancaire et financière ➔ **Dossier 2 B, p. 142**

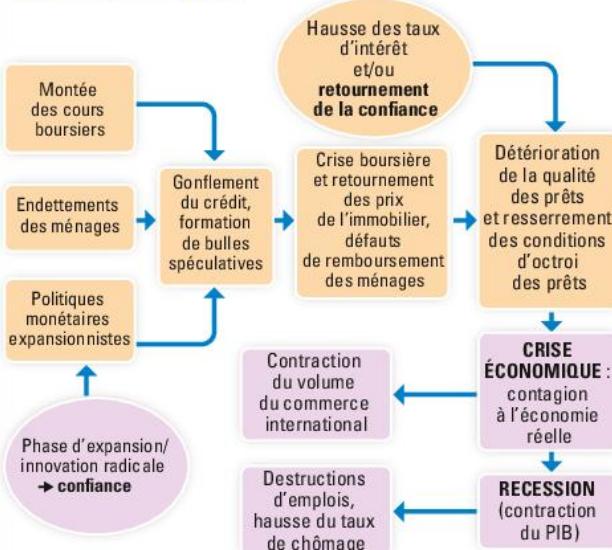
## Les auteurs à connaître

Synthétisez vos connaissances sur ces auteurs et leurs concepts-clés.

- Hyman Minsky et le « paradoxe de la tranquillité » ➔ **Dossier 1 B, p. 136**
- Clément Juglar et l'« aveuglement au désastre » ➔ **Dossier 1 B, p. 136**
- John Maynard Keynes et les comportements mimétiques ➔ **Dossier 1 C, p. 138**
- Irving Fisher et la déflation par la dette ➔ **Dossier 2 C, p. 144**

## Les enchaînements à connaître

Assurez-vous que vous êtes capable de comprendre et d'expliquer les enchaînements décrits ci-dessous.



D'après Melchior.fr.

## Les mécanismes à comprendre

### Assurez-vous que vous avez repéré les mécanismes à comprendre.

- Le lien entre l'endettement et la hausse du prix des actifs
- Les mécanismes qui participent à un endettement de plus en plus risqué pendant la phase d'expansion
- Les facteurs psychologiques qui participent à la formation d'une bulle spéculative
- Les facteurs participant au retournement du cycle et à la crise
- Les mécanismes participant à la diffusion de la crise
- La propagation des crises de la sphère financière à la sphère réelle
- Les justifications de la réglementation des banques
- Les modalités de la réglementation et ses limites
- Les mécanismes de la titrisation et en quoi ils ont permis le contournement de la réglementation et la diffusion du risque

## Idées de sujets disciplinaires pour le Grand oral

- Les spéculateurs sont-ils indispensables au fonctionnement du capitalisme ?
- La dynamique de la croissance repose-t-elle avant tout sur la confiance ?
- Faut-il s'attendre à une nouvelle crise financière ?
- Les banques centrales ont-elles encore les moyens de répondre à une crise financière ?
- La finance est-elle mieux régulée aujourd'hui ?
- Pourquoi étudier les crises économiques ?

## Idées de sujets interdisciplinaires pour le Grand oral

### Avec les arts

- Peindre ou photographier les conséquences de la crise.

### Avec l'HGGSP

- Histoire des escrocs : de Ponzi à Madoff
- Les dynamiques historiques de démondialisation
- La régulation post-crise de la finance
- La Chine dans le système financier mondial

### Avec humanités, littérature et philosophie

- Spéculer sur le temps
- Décrire la crise : de John Steinbeck à Michel Houellebecq
- Les crises économiques dans la littérature anglo-saxonne (ou américaine)
- La figure du financier dans la littérature

### Avec langues, littératures et cultures étrangères

- Le trader, nouvelle incarnation du capitalisme ?
- Le rôle de la City de Londres dans le développement du capitalisme
- Les spécificités du capitalisme anglo-saxon
- Wall Street dans l'imaginaire américain

### Avec les mathématiques

- Les mathématiciens français au cœur de la crise des subprimes
- Peut-on prévoir les crises ?

### Avec les SVT

- Les catastrophes naturelles peuvent-elles affecter le cycle économique ?
- Le réchauffement climatique : un nouveau risque financier ?

## Les problématiques possibles pour la partie 3 de l'EC ou la dissertation

- Pourquoi les crises financières sont-elles récurrentes ?
- Comment peut-on expliquer les crises financières ?
- Les crises financières trouvent-elles leur origine dans l'endettement ?
- Les crises financières peuvent-elles être évitées ?

- Comment les crises financières se propagent-elles ?
- Pourquoi réguler le système financier ?
- Peut-on réguler le système financier ?

### CONSEIL

Pour chaque problématique, assurez-vous de maîtriser le vocabulaire, de rassembler des arguments et des auteurs pour être capable d'apporter une réponse organisée.

## Pour en savoir plus

### À lire

- Vincent Barou, Benjamin Ting, *Fluctuations et crises économiques*, Armand Colin, 2015.
- Jean-Pierre Biasutti, Laurent Braquet, *Comprendre le système financier*, Bréal, 2018.
- Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Valor, 2005 [1978].

### À consulter

- La Finance pour tous
- La Banque de France



### À voir

- *La réglementation bancaire et les banques*, Les clés pour comprendre.
- *Les signes qu'un krach boursier arrive*, Figaro Live.
- *Inside Job*, Charles Ferguson, 2010.
- *The big short. Le casse du siècle*, Adam McKay, 2015.



## Épreuve composée

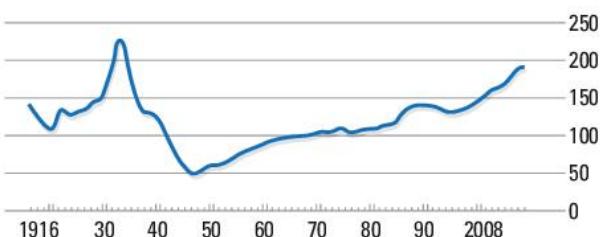
### Partie 1 Mobilisation des connaissances (4 points)

Expliquez à l'aide d'un exemple comment se forme une bulle spéculative.

### Partie 2 Étude de document (6 points)

- Présentez le niveau de la dette privée au moment du déclenchement de la crise de 1929 et de la crise de 2008.
- Montrez que les cycles économiques reflètent en partie la dynamique de l'endettement.

L'évolution de la dette aux États-Unis (hors dette des institutions financières et du gouvernement fédéral), en pourcentage du PIB



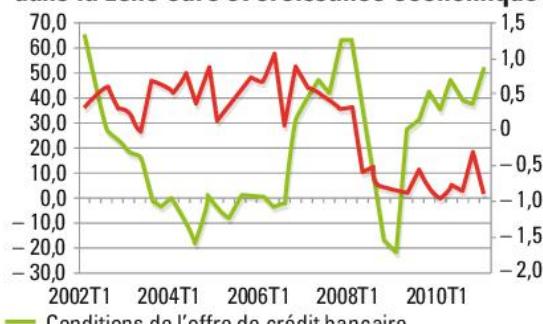
« Irving Fisher, dans l'ombre de Keynes », in *Problèmes économiques*, n° 2970, avril 2009.

### Partie 3 Raisonnement à partir d'un dossier documentaire (10 points)

À partir du dossier documentaire et de vos connaissances, vous montrerez que différents mécanismes sont susceptibles d'engendrer des crises financières.

#### Doc 1

##### Conditions du crédit bancaire aux entreprises dans la zone euro et croissance économique



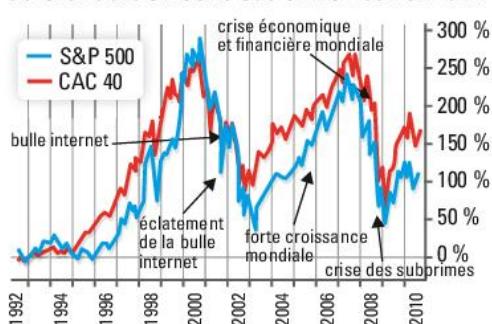
— Conditions de l'offre de crédit bancaire (échelle de gauche)  
— Taux de variation du PIB en volume (échelle de droite)

Note : l'indicateur varie de - 100 (fort assouplissement) à + 100 (fort durcissement), ce qui signifie qu'il est plus facile ou plus difficile de contracter un crédit auprès d'une banque commerciale.

P. Artus, *Flash économie* n° 811, 4 novembre 2011.

#### Doc 2

##### Évolution des valeurs du CAC40 et du Standard&Poor's 500 entre 1991 et 2012



Note : Le Standard & Poor's 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux Etats-Unis. Le CAC 40 est le principal indice boursier de la Bourse de Paris.

#### Doc 3

Joseph Schumpeter et Charles Kindleberger insistent sur le rôle des innovations réputées radicales dans l'occurrence de crises majeures. Dans la mesure où le capitalisme incite en permanence à l'innovation, périodiquement, certaines d'entre elles paraissent offrir des perspectives spécialement attractives en termes d'extension des marchés et des profits. Sur cette croyance, d'autres firmes suivent les innovateurs et s'endettent pour mettre en œuvre plus rapidement les nouvelles techniques de production et/ou vendre les nouveaux produits. Ce faisant, elles déclenchent une phase d'expansion que la spéculation financière, la distribution accrue de crédits par les banques, amplifie. Au point de provoquer à un moment l'apparition de surcapacités, d'où une réévaluation des perspectives de profit, l'apparition de mauvaises dettes et un retour vers l'endogène de la conjoncture économique. Tel est le schéma qui est à l'origine de la plupart des crises financières contemporaines.

Robert Boyer, « Pourquoi tant de crises ? », in *La crise*, Hors-série poche, *Alternatives économiques*, avril 2010.

## Entraînement pour la partie 3

### Faire une analyse croisée de documents

#### Fiche méthode

##### Étape 1 Définir les mots-clés et comprendre la nature du travail

- ▶ voir méthode du chapitre 1 p. 51

##### Étape 2 Dégager les informations pertinentes de chaque document au regard du sujet

- ▶ Dégager les idées principales de chaque document (arguments des auteurs, tendance générale d'un tableau ou d'un graphique).
- ▶ Illustrer la ou les idées principales par une donnée.
- ▶ Interpréter les données statistiques et ne pas se contenter de les restituer. Il s'agit ici de mobiliser ses connaissances pour proposer une analyse.
- ▶ Extraire ensuite des idées secondaires et les interpréter.
- ▶ Citer la source des documents utilisés : ne pas se contenter de mettre le numéro du document entre parenthèses.

##### Étape 3 Établir des liens entre ses documents et les relier à ses connaissances

- ▶ Faire apparaître les oppositions et complémentarités entre documents et montrer comment certains arguments ou illustrations répondent à d'autre.
- ▶ Ordonner les arguments des documents en les regroupant par thématiques abordées et selon, le cas échéant, un ordre d'importance.
- ▶ Dégager les exemples et chiffres importants des documents.
- ▶ Mobiliser ses connaissances pour chaque thématique (références théoriques, mécanismes, vocabulaire précis...). Compléter avec d'autres idées.
- ▶ Bien définir les termes utilisés dans ses analyses.
- ▶ La rigueur de votre rédaction dépend de la précision des termes utilisés et de leur définition. Vous devez aussi mobiliser les chiffres en veillant à donner toutes les informations.

#### Application

- Appliquez ces étapes au sujet de la partie 3 de l'épreuve composée.

- Quelle est la nature du travail attendu par la question posée ?

Conseil : il faut ici vous concentrer sur les facteurs qui participent à créer les conditions d'une crise financière et sur l'enchaînement des mécanismes entre eux.

- Résumez en quelques mots les idées-clés (idée principale et éventuelles idées secondaires) de chacun des documents pour répondre au sujet.

Conseil : priviliez une prise de note pour éviter de paraphraser les idées du texte. Vous devez en effet bien restituer les mécanismes menant à la formation d'une bulle spéculative et à son éclatement. Il importe de bien relever le rôle des innovations mais aussi celui de l'endettement bancaire et de la spéulation.

- Quels liens pouvez-vous établir entre les documents 1 et 3 ?

Exemple : Le document 1 extrait d'un *Flash Economie* de Natixis, présente la restriction du crédit qui suit la crise de 2001 puisqu'en 2002, l'indice de restriction est de 65 sur 100. Ensuite l'assouplissement est important et va de pair avec la reprise de la croissance économique. En 2005 l'indicateur est de -20, ce qui atteste d'un fort assouplissement de la politique monétaire. C'est le durcissement progressif des conditions de crédit entre 2006 et 2008 qui explique en partie le déclenchement de la crise des *subprimes*. Une des innovations sous-jacentes est la titrisation qui explique le fort accroissement des conditions de crédit dans la phase d'expansion (doc. 3).

- Quels liens pouvez-vous établir entre les documents 2 et 3 ?

Conseil : Analysez la phrase soulignée du texte pour la relier au document 1 mais aussi aux bulles spéculatives qui apparaissent dans le document 2. Décrivez l'engouement pour les titres des entreprises des NTIC qui conduit à la bulle internet et à son éclatement en 2001.

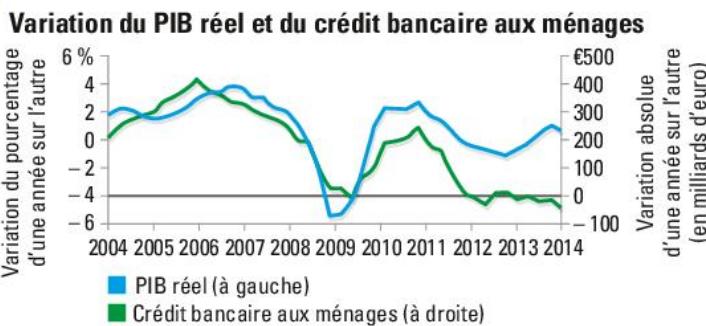
- Quels liens pouvez-vous établir entre les documents 1 et 2 ?

Conseil : Reliez l'endettement bancaire et l'achat de titres boursier au climat de confiance qui accompagne les phases d'expansion (résultant d'une innovation et des facilités de crédit).

## Dissertation

**Sujet :** Comment les crises financières se propagent-elles ?

### Doc 1



Note : en rouge, la sphère financière et en noir, la sphère réelle. Les phénomènes financiers sont représentés par des lettres et les phénomènes réels par des chiffres.

Sources : Calculs de Vanguard et d'Eurostat, sur la base des données de la BCE.

### Doc 2

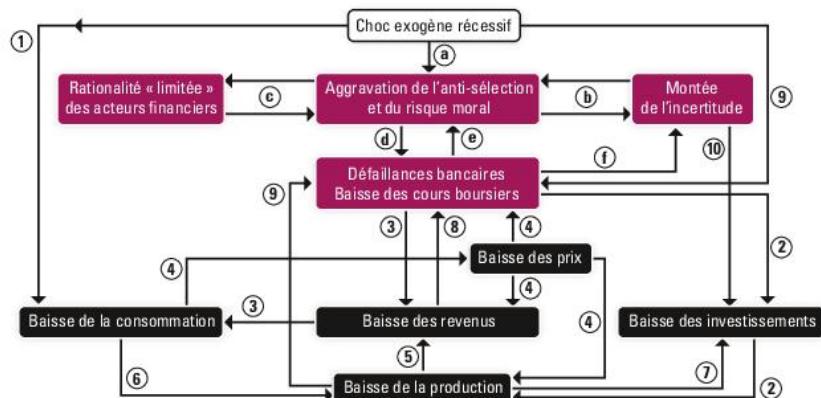
Entre juin 2007 et le début de 2009, les banques ont perdu près de 700 milliards de dollars et les principaux indices boursiers ont chuté de 40 à 60 %. La succession spectaculaire des faillites de grands établissements bancaires a pu donner l'impression que la crise n'affectait que le monde de la finance, et qu'elle ne concernait pas le quotidien des gens ordinaires. Il n'en est rien : la transmission de la crise à l'économie réelle a reposé sur deux mécanismes complémentaires. Le premier canal de transmission de la crise est la contraction de l'offre de crédit : comme les banques éprouvent les plus grandes difficultés à trouver des liquidités et des fonds propres, elles sont moins en mesure d'octroyer des prêts aux entreprises et aux ménages. [...] Le second canal réside dans la dépréciation des actifs, mobiliers et immobiliers. La baisse des prix de l'immobilier et la chute des cours boursiers

dévalorisent les patrimoines des ménages. Ils voient donc leur richesse réelle baisser et peuvent avoir tendance à épargner davantage afin de reconstituer la valeur initiale de leur patrimoine. Si les comportements des ménages s'ajustent de cette manière, il y a un effet négatif sur la consommation qui amplifie la crise. Cet effet est particulièrement visible aux États-Unis, car les ménages américains sont très sensibles aux dépréciations d'actifs, du fait de leur épargne retraite investie pour moitié en Bourse. [...] Dans la plupart des pays industrialisés, le recul de la production est amorcé dès le deuxième trimestre 2008, mais c'est surtout à la suite de la faillite de Lehman Brothers que la récession se déclenche.

Nicolas Couderc et Olivia Montel-Dupont, « Des subprimes à la crise mondiale », *Cahiers français* n° 359, 2010.

### Doc 3

#### Crise financière et processus cumulatif de récession



Note : en rouge, la sphère financière et en noir, la sphère réelle. Les phénomènes financiers sont représentés par des lettres et les phénomènes réels par des chiffres.

O. Blanchard, M. Watson, « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers », *Annales de l'Insee*, n° 54, avril-juin 1984.

# Mobiliser ses connaissances pour analyser et traiter le sujet

## Fiche méthode

### Étape 1 Analyser le sujet et les documents à l'aide de ses connaissances

- ▶ Définir les termes clés du sujet.
- ▶ Définir les termes importants des documents.
- ▶ Analyser les tendances des graphiques et tableaux au regard de ses connaissances (dégagez des périodes, des situations particulières). Mobilisez ses connaissances des méthodes (indices, coefficients multiplicateurs, valeurs réelles et nominales...). Expliquez les apports théoriques des textes.
- ▶ Expliquer les analyses et les points de vue d'auteurs des textes, prolongez-les ou nuancez-les.
- ▶ voir Fiche méthode n° 1

## Application au sujet

- Définissez les termes clés du sujet.

**Conseil :** le terme « propagation » fait référence à la propagation à la sphère financière à la sphère réelle.

- Étudiez chaque document en définissant le vocabulaire important.
- Dégagez de chaque document les éléments de réponse au sujet et analysez chacun d'eux à l'aide de vos connaissances.

**Conseil :** Il importe de chercher dans chacun des documents les modes de propagation de la crise financière à la sphère financière et à la sphère réelle. Exemple : le document 1 permet de relier la contraction du crédit (*credit crunch*) à la croissance économique (réduction des possibilités d'emprunts pour investir et consommer.)

Les documents 2 et 3 font référence à la déflation par la dette théorisée par Irving Fisher. Comme le montre le passage souligné dans le texte, elle permet de faire le lien entre la sphère financière (vente d'actifs financiers qui induit une déflation et une hausse du taux d'intérêt réel) et la sphère réelle (effet richesse négatif qui réduit la demande).

### Étape 2 Enrichir le plan avec ses connaissances

- ▶ Mobiliser des théories et concepts-clés pour expliquer des phénomènes.
- ▶ Illustrer par des chiffres, des exemples concrets et mobiliser l'histoire économique.
- ▶ Expliquer des mécanismes en définissant tous les concepts utilisés.

- Illustriez, à partir des documents et de vos connaissances, chacune des idées-clés que vous avez mises en évidence.

**Conseil :** Le document 3 permet de mettre en évidence les effets de propagation au sein de la sphère financière et de la sphère réelle. Il s'agit d'expliquer le vocabulaire (par exemple « l'aléa moral » et l'antisélection (ou sélection adverse) pour montrer comment l'incertitude accentue l'asymétrie de l'information et dégrade la qualité des emprunteurs, ce qui renforce l'incertitude) et d'expliquer les mécanismes économiques qui favorisent la récession en vous aidant par exemple de l'analyse keynésienne (baisse de la demande effective).

Distinguez bien les taux d'intérêt réels et nominaux.

## Épreuve composée

### Partie 1 Mobilisation des connaissances (4 points)

En quoi les comportements mimétiques sont-ils à l'origine des crises financières ?

### Partie 2 Étude d'un document (6 points)

**1.** Après avoir expliqué ce que mesure ce graphique, vous décrivez l'effet de la crise de 2008 sur la confiance des ménages.

**2.** Au regard de vos connaissances et du graphique, quel effet la confiance des agents économiques peut-elle avoir sur le cycle économique ?

### Enquête auprès des ménages sur l'opportunité de faire des achats importants



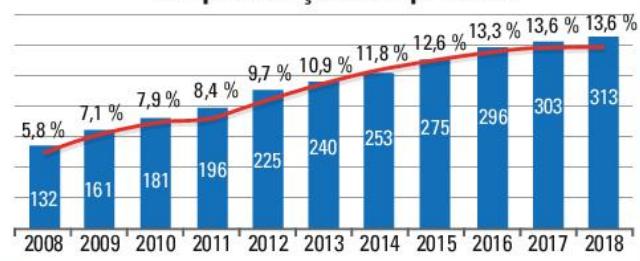
Insee.

### Partie 3 Raisonnement s'appuyant sur un dossier documentaire (10 points)

À l'aide de vos connaissances et du dossier documentaire, vous vous demanderez s'il est possible de réguler le système financier.

#### Doc 1

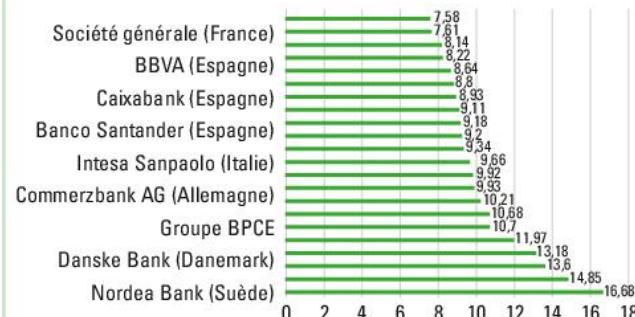
##### Évolution du ratio de solvabilité des six principales banques françaises depuis 2008



Autorité de contrôle prudentiel et de résolution,  
La situation des grands groupes bancaires français à fin 2018, 2019.

#### Doc 2

##### Résultat des banques européennes aux stress-tests de l'autorité bancaire européenne de 2018 : ratio de solvabilité Core Tier 1 (au sens de Bâle III) en 2020



Note : Le scénario testé était le plus défavorable avec un objectif de ratio supérieur à 12 %. Il incluait une baisse du PIB de 2,7 %, une hausse de 2 points du taux de chômage et une chute de 20 % des prix de l'immobilier.

#### Doc 3

Les banques françaises commencent l'année 2020 en restreignant l'accès au crédit immobilier, suivant consciencieusement les recommandations du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), présidé par le ministre de l'Économie et des Finances, Bruno Le Maire. Cette émanation de la Banque de France a en effet publié, le 20 décembre 2019, des directives encourageant les prêteurs à ne plus consentir aux particuliers de prêts à échéance de plus de vingt-cinq ans, ce qui était le cas de 5 % des crédits accordés en 2019, ni à des emprunteurs dont le taux d'effort dépasserait 33 % (dont les mensualités cumulées représentent plus d'un tiers de leurs ressources).

[...] Ces consignes s'accompagnent d'ailleurs de deux menaces : rendre obligatoire, par voie réglementaire, ce qui n'est pour l'instant que des recommandations et, surtout, exiger des banques qui prendraient trop de risques un renforcement de leurs fonds propres, ce qui pénaliserait leur activité. La Banque de France s'inquiète de la progression de l'endettement des Français, qui atteint aujourd'hui 5,2 années de revenu en moyenne, contre 4,2 ans en 2015 et 3,2 ans en 2003. La part des emprunteurs endettés à plus de 35 % de leurs ressources s'élevait à 24,9 % en 2018, contre 23,6 % l'année précédente.

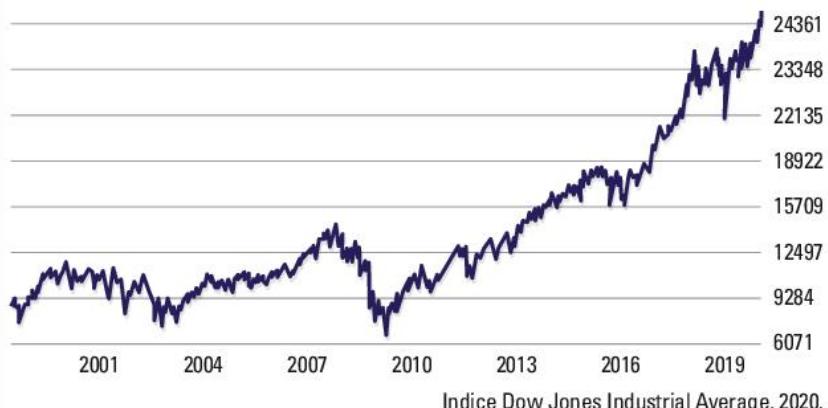
Isabelle Rey-Lefebvre, « Immobilier : les banques restreignent l'accès au crédit », *Le Monde*, 21 janvier 2020.

# Dissertation

**Sujet :** Comment expliquer la récurrence des crises financières ?

## Doc 1

Cours du Dow Jones Industrial (en milliards de dollars)



Indice Dow Jones Industrial Average, 2020.

## Doc 2

Entre 2002 et 2006, se met en place une bulle immobilière aux États-Unis lors de laquelle des crédits hypothécaires (*subprimes*) sont accordés notamment aux salariés pauvres américains. Ce système n'est viable qu'à condition que les taux des prêts restent bas et que la valeur des immeubles continue d'augmenter, garantissant ainsi le capital et les intérêts de ces prêts. En 2006, le taux directeur de la Réserve fédérale américaine atteint 5,75 % (contre 2 % trois ans auparavant). Or les prêts *subprimes* sont souvent indexés sur ce taux. Un nombre toujours plus important d'emprunteurs se trouvent en situation de défaut de remboursement, les biens immobiliers étant ensuite saisis et

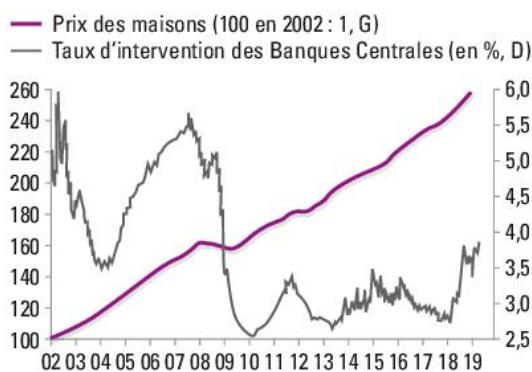
vendus aux enchères. C'est le début d'un renversement de tendance : les prix immobiliers baissent, faisant par conséquent baisser la valeur des hypothèques.

À l'été 2007, le marché immobilier américain est donc dans une situation de chute de la demande, entraînant une baisse du prix de l'immobilier et rendant ainsi beaucoup de ménages américains emprunteurs insolubles. À cette date, le taux de défaut des ménages américains sur leurs crédits hypothécaires est très élevé, autour de 6 %.

Marie Grosgeorge, « Les crises financières », *Idées économiques et sociales*, vol. 156, 2009.

## Doc 3

Prix des maisons et taux d'intervention des Banques Centrales dans le monde



Patrick Artus, « Pourquoi a-t-on le sentiment que « ça va mal finir » ? », *Flash Economie*, Natixis, 28 mai 2019.

## Doc 4

Quelles sont les principales causes des crises ? On peut distinguer trois grands faisceaux de causes :

Les processus de globalisation financière qui rendent les économies mondiales plus interdépendantes.

Les politiques de libéralisation financière qui ont donné une grande liberté d'action aux acteurs financiers. En effet, la liberté d'action conférée aux acteurs financiers favorise la circulation internationale des capitaux et contribue globaliser les crises.

Une vague d'innovations financières sans précédent qui a fragilisé le système financier international, et dont le rôle a été sous-estimé, [...].

Chaque vague d'innovation a en effet provoqué de l'instabilité financière et des crises, et la crise des *subprimes* l'illustre parfaitement.

Dominique Plihon, « Innovations financières et crises financières », *Les mardis des sciences de l'homme*, 30 mars 2010.