

4 – Les évolutions des structures financières

4.1 – Le système bancaire et financier avant 1945

4.1.1 – Les différents types de banques : Banque de France, banques d'escompte, Haute Banque, banque de dépôts, banques coopératives et mutualistes

Document 117 – Les banques d'escompte

Pendant plusieurs siècles, le crédit a été l'affaire des marchands-banquiers, qui pratiquaient le négoce des lettres de change pour financer le commerce de gros ; des financiers, qui prêtaient au roi et à l'Etat ; des notaires, qui prêtaient aux aristocrates et aux bourgeois ; des prêteurs sur gage et usuriers qui prêtaient de menues sommes pour les besoins de consommation courante.

Les premières banques émettrices de papier-monnaie se sont organisées au 18^{ième} siècle. Deux des principales expériences ont échoué parce que l'État a utilisé les billets en question pour rembourser la dette publique, ce qui a débouché sur des hyperinflation qui ont durablement déconsidéré le papier-monnaie. (...) Le seul cas de succès, celui de la Caisse d'escompte (de 1776 à la Révolution) a été imité par plusieurs banques d'escompte créées à Paris et dans les grandes villes à partir de 1796 (...). Ces établissements pouvaient ouvrir leurs portes sans demander d'autorisation formelle, car le commerce de banque était une activité entièrement libre.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 118 – La Banque de France, une banque qui domine le marché de l'escompte au 19^{ième} siècle et qui acquiert le monopole de l'émission de billets

Néanmoins, la Banque de France, créée en 1800 par un groupe de banquiers parisiens avait, bien que privée, un statut semi-public (le gouvernement nommait le gouverneur), contrepartie de la responsabilité limitée qui était accordée à ses actionnaires. Sa vocation était à la fois d'accorder du crédit aux entreprises par l'escompte et de permettre aux banques de réescompter leur propre portefeuille, ce qu'elles hésitaient parfois à faire du fait qu'elles étaient en concurrence avec la Banque. Institut d'émission de billets, la Banque de France n'était alors aucunement une Banque centrale chargée de missions publiques comme le bon fonctionnement du marché monétaire ou la stabilité des taux d'intérêt. (...) Par étapes successives, elle acquit entre 1800 et 1848, le monopole de billets (...). Par sa taille considérable, elle domina le marché de l'escompte tout au long du 19^{ième} siècle.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 119 – La Haute Banque

La fin de la Révolution vit le retour des maisons de banque et la reprise du négoce. Constitué principalement de petites banques locales, le système bancaire fut dominé de la Restauration au milieu du 19^{ième} siècle, par la Haute banque. Celle-ci, d'abord dédiée au financement du commerce international, s'élargit aux activités de banque d'affaires. (...) Elle apprit les techniques de la finance internationale, (...) elle s'impliqua directement dans le financement de l'industrialisation du coton, des canaux et de la métallurgie par des prêts à long terme et des participations, puis bientôt dans les chemins de fer où elle put appliquer les techniques d'émission apprises sur la dette publique. (...) Dans le domaine de la banque d'affaires, la Haute banque, aux capitaux en général limité, fut concurrencée à partir de 1840 par des projets ambitieux de sociétés anonymes mobilisant des ressources à long terme par émission d'obligations ou d'actions dans le public en plus de dépôts. Laffite, puis les frères Pereire, avec le Crédit mobilier (1852), financèrent ainsi des projets industriels (en particulier des chemins de fer en France et à l'étranger, mais aussi des projets immobiliers), avec tous les risques que les faillites industrielles répercutaient sur la banque. L'échec de ces immenses projets de banque universelle conduisit les banques mixtes à mieux adosser ressources et emplois : ainsi, elles utilisèrent désormais des ressources en fonds propres et en dépôts durables pour prendre des participations dans des entreprises industrielles, et des dépôts à vue pour leur accorder du crédit commercial ; elles aidèrent aussi leur développement par l'organisation de leurs émissions d'obligations et d'actions. (...) Cette forme de banque (Banque de Paris et des Pays-Bas) se rendit indispensable aux entreprises qui ne pouvaient pas accéder elles-même directement au marché des capitaux.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 120 – Les banques commerciales (les banques de dépôts)

Dans le domaine de la banque commerciale proprement dite, la banque d'escompte originelle qui prêtait à court terme contre les effets de commerce (...) prit une nouvelle ampleur avec la création de nombreux comptoirs d'escompte (...) à partir de 1848. Sous le Second empire, l'escompte fut de plus en plus accaparé par les nouvelles banques de dépôt, qui bénéficiaient de la puissance financière permise par le statut de société anonyme. Elles commencèrent à recevoir les dépôts d'une plus large clientèle grâce à la multiplication des agences dans toute la France : furent ainsi fondé la Société Générale, le Crédit Lyonnais ... (...) Après la crise financière de 1882, Henri Germain, le président du Crédit Lyonnais de 1863 à 1905, se rendit célèbre en définissant et en mettant en pratique des règles de gestion destinées à veiller au maintien en toutes circonstances d'un coefficient suffisant de liquidité des dépôts, préfigurant ainsi ce que deviendrait l'instrument principal du contrôle bancaire après 1945. Enfin, ces banques remplacèrent largement la Haute banque après 1870 dans l'émission d'emprunts étrangers de grande envergure en France (comme les emprunts russes) qu'elles plaçaient grâce à leur large réseau.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 121 – Les banques coopératives et mutualistes

Parallèlement, dès 1818, et surtout à partir des années 1830, de nouveaux types de banques apparurent. Des caisses d'épargne et des banques coopératives animées par un esprit mutualiste à vocation d'entraide sociale, souvent d'inspiration chrétienne, se développèrent dans les milieux ruraux et professionnels. Traditionnellement conçues pour assurer la bancarisation « sans rapacité capitaliste » d'une clientèle d'agriculteurs, d'artisans, de petits entrepreneurs, d'épargnants particuliers, ces banques fournirent les premiers services financiers aux classes moyennes et modestes. (...) Dans la deuxième moitié du 19^{ème} siècle, les coopératives de crédit se développèrent surtout en Allemagne, en Autriche et aux Pays-Bas, en Italie et en Espagne. C'est le moment où l'on passa des sociétés de bienfaisance destinées à protéger de l'usure les petits paysans et les artisans à de véritables coopératives de crédit. En France, la première coopérative de crédit agricole fut créée en 1885 dans le Jura, et des caisses à vocation rurale plus générale apparurent à partir de 1890. (...) Ces mouvements qui prirent leur essor après 1890 dans le cadre de la pensée solidariste, donnèrent naissance au 20^{ème} siècle à de puissants réseaux mutualistes ou coopératifs comme le Crédit Agricole mutuel (1894), le Crédit mutuel (1894) ou les Banques populaires (1894).

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

4.1.2 – Une succession de crises dans un secteur non régulé

Document 122 – Une succession de crises bancaires et financières

Au 19^{ème} siècle, les faillites bancaires étaient fréquentes en l'absence de régulation bancaire (...) comme en témoigne la chute du Crédit mobilier des Pereire en 1867, ou la ruée des déposants sur la Société Générale en 1913. La Banque de France n'intervenait guère lors de ces faillites qu'à la demande du gouvernement, et d'autant moins volontiers qu'après 1880 les banques de dépôt commençaient à remettre en cause sa prééminence. Comme la concentration bancaire était relativement importante, comme la Banque de France accordait assez largement son réescompte aux banques importantes, et comme la part des dépôts à vue dans la masse monétaire demeurait relativement faible, ces défaillances bancaires ne s'accompagnèrent cependant pas de paniques aussi importantes qu'aux Etats-Unis, sauf dans des circonstances très particulières comme la Révolution de 1848. Dans l'entre-deux-guerres, cette situation relativement favorable se détériora. Le financement de la Grande Guerre avait imposé aux banques d'absorber en quantités importantes des bons et des obligations du Trésor dont les rendements furent très négatifs en termes réels (le niveau général des prix est multiplié par 5 entre 1914 et 1926). (...) Une succession de ruées dans les années 1920 affectèrent des ensembles de banques et non plus seulement des établissements isolés du fait de la multiplication des opérations interbancaires au bilan des banques. (...) Face à ces crises et à cette situation macroéconomique très instable, les banques réagirent par la concentration et par le corporatisme. De nouveaux réseaux de taille nationale se formèrent. Avec l'accord de Paris de 1926, les grandes banques renforcèrent leur cartel en l'étendant aux barèmes d'escompte et aux taux d'intérêt sur les dépôts. Toute cela, dans un climat d'instabilité politique et monétaire ponctué de scandales, créa un sentiment profond d'inquiétude et de fragilité financière, ainsi qu'une détérioration persistante de la réputation des banquiers. Trois paniques bancaires

accompagnèrent la dépression des années 1930. Elles se produisirent après le retournement conjoncturel et la chute de la Bourse (...), un grand nombre de faillites d'entreprises mirent les banques en difficulté, (...) parmi lesquels des établissements sains et solvables. Au total, 566 banques disparurent entre octobre 1929 et 1935. (...) Avec la disparition de près de 40% de l'ensemble des banques et des officines auxiliaires, on peut estimer que cette crise bancaire a revêtu une importance comparable à celle des Etats-Unis.

Selon leur pratique traditionnelle, l'Etat et la Banque de France tentèrent de limiter l'extension des crises en organisant le renflouement des banques touchées, par des consortiums de banques, appuyées par des crédits de la Banque de France, voire des aides du Trésor. Mais cette solution, s'avéra inefficace, puisqu'elle n'empêcha pas un grand nombre de faillites et de restructurations radicales qui occasionnèrent des pertes importantes aux déposants (...). (...) La dépression mis surtout en évidence le nombre excessif de petites banques locales insuffisamment diversifiées, ainsi que la difficulté pour celles-ci d'obtenir le secours de la Banque de France. En l'absence d'un système d'assurance de dépôt, les paniques débouchèrent sur le dépôt de bilan des banques solvables qui auraient dû être sauvées. (...) De telles paniques inefficaces n'eurent donc pas pour résultat d'assainir le secteur bancaire, comme c'est le cas quand des banques insolubles disparaissent. Elles l'endommagèrent gravement (...) entraînant la chute de l'activité réelle et la croissance.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 123 – Un secteur très peu régulé

Jusqu'en 1940, une certaine supervision des banques était exercée par la Banque de France sans qu'elle n'en ait jamais été légalement chargée. Cette surveillance ne concernait toutefois que la liquidité des banques. Par ailleurs, (...) l'intervention du Trésor n'était en rien automatique et, au contraire, l'Etat ne faisait connaître ses plans éventuels de sauvetage qu'aux cas tout à fait exceptionnels. Il n'existait dans un tel système bancaire entièrement libéralisé, ni charte bancaire, ni réglementation prudentielle, ni assurance de dépôt, ni séparation des activités bancaires et financières. Le nombre même des banques et des officines qui faisaient du courtage de titres entre les banques et la Bourse, restait inconnu. Les banques coopératives et les caisses d'épargne étaient en revanche, étroitement surveillées par le Trésor dans la mesure où les prêts qu'elles distribuaient bénéficiaient de subventions financées par le budget de l'Etat et où, en contrepartie, l'Etat récupérait une fraction de leur collecte de dépôts pour assurer des missions particulières (financement du logement social, prêts à l'agriculture, ...).

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

4.2 – La mise en œuvre d'une régulation du système bancaire et financier : le cas des États-Unis

Document 124 – Le Glass-Steagall Act

A l'origine, les banques commerciales, les banques d'affaires ou banques d'investissement et les compagnies d'assurance ont été créées comme des entités distinctes qui offrent des services financiers différents les uns des autres. Ces institutions ne tardèrent cependant pas à comprendre que la combinaison des activités et des services produisait des économies de gamme (...) mais pouvait néanmoins créer des abus préjudiciables à la clientèle. En 1933, le Glass-Steagall Act a bloqué le développement de la banque universelle en interdisant le regroupement de ces services en une seule organisation. A l'exception de l'Allemagne où la banque universelle a toujours été reconnue, la plupart des grands pays ont introduit des séparations entre les catégories d'institutions financières. (...) Quand le Congrès américain abrogea le Glass-Steagall Act en 1999, la banque universelle fit sa réapparition.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 125 – Des bankers au « banksters »

De nombreux investisseurs se demandèrent, juste après le krach de Wall Street de 1929, comment on avait pu les inciter à acheter d'importantes quantités de titres dont la valeur s'était brutalement effondrée peu après. Le public se mit à accuser les banques universelles d'avoir fait un énorme battage publicitaire pour leur faire acheter des titres. Pour l'opinion, les bankers s'était comportés en véritables gangsters, en « banksters ». Sous la pression des actionnaires ruinés, la commission monétaire et bancaire du Sénat lança des auditions publiques pour enquêter sur d'éventuels abus commis par les banques universelles. Les auditions conduites par le conseiller Pecora furent assidûment suivies et très populaires en leur temps. L'enquête Pecora révéla, en effet, plusieurs cas d'abus grave, commis par les banques universelles. (...) Ces scandales amenèrent le Congrès à

voter le Glass Steagall Act en 1933 qui élimina la possibilité de tels conflits d'intérêts en ordonnant une séparation stricte entre les activités de banque commerciale et de banque d'investissement.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

4.3 – L'État devient l'acteur central du système bancaire et financier après 1945

Document 126 – Réglementation et interventionnisme public après 1945

Le secteur bancaire et financier fut organisé de manière systématique pour la première fois par le gouvernement de Vichy avec les lois du 13 et 14 juin 1941, qui marquèrent la fin du système libéral d'avant-guerre. Ces lois, débarrassées de leur inspiration corporatiste, furent pour l'essentiel confirmées à la Libération par la loi du 2 décembre 1945. (...) Le point culminant du dirigisme financier fut atteint avec la nationalisation en 1945 de la Banque de France et des quatre principales banques de dépôt (dont la Société générale et le Crédit Lyonnais). La politique du crédit dirigé consistait en un système complexe de financements par des réseaux bancaires cloisonnés. Le marché monétaire, le marché des dépôts, du crédit et des changes étaient séparés les uns des autres et soumis à une réglementation rigoureuse. Les banques se voyaient assigner un rôle secondaire dans le nouveau système de financement de l'économie nationale.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 127 – Le cloisonnement des activités bancaires

En matière de supervision bancaire, (...) l'inscription des banques et autres établissements financiers sur (...) l'équivalent des chartes bancaires devint obligatoire. Les banques durent se ranger dans l'une ou l'autre des trois catégories suivantes selon leur spécialisation : banque de dépôt, banque d'affaires ou banque de crédit à moyen et long terme. Chaque catégorie se voyait imposer des restrictions sur la collecte de ressources et ses emplois par un système complexe de coefficients de liquidité, de fonds propres, de planchers d'effets publics, de coefficients de transformation, ... formant un véritable carcan. Le principal organe de supervision bancaire était le Conseil national du crédit, assemblée représentative des intérêts économiques de la Nation. (...)

Jusqu'aux années 1970, le cloisonnement des circuits bancaires et financiers était organisé sous l'égide du Trésor qui distribuait à chaque secteur économique l'enveloppe de crédits bonifiés en fonction des priorités désignées par les plans d'équipement successifs de la nation. Chacun de ces secteurs était financé par un organisme spécialisé sous tutelle de l'Etat. Les banques jouaient un rôle auxiliaire.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 128 – les premières réformes des années 1960 : vers la banque universelle

A partir de 1966, l'Etat amorça une libéralisation limitée du secteur bancaire, sous l'impulsion du ministre des finances Michel Debré et de son directeur de cabinet J. Y. Haberer. (...) A partir de ce moment, la banque devint plus familière à la population avec la mensualisation des salaires et leur domiciliation obligatoire en compte de dépôt ; l'utilisation du chèque bancaire devint très populaire, et le public en fit l'instrument de paiement le plus utilisé jusque dans les transactions de petit montant. Cette pratique nouvelle entraîna des coûts de traitement très lourds pour les banques qui se voyaient imposer par le Trésor la gratuité de leur emploi. La distribution du crédit fut cependant limitée par des normes de progression annuelle fixées à partir de 1963 par la Banque de France. L'encadrement du crédit (...) fut surtout utilisé comme moyen de politique monétaire pour limiter la création de monnaie bancaire. Dans les années 1970, le Trésor eut à financer de grands programmes publics d'investissement (équipement électronucléaire, autoroutier, téléphonie, TGV, ...). Faute d'un marché financier national suffisant, le Trésor dut organiser un vaste programme d'emprunts à l'étranger par l'intermédiaire des grandes entreprises nationales garanties par l'Etat. (...)

L'inflation et les déséquilibres de la balance des paiements devinrent des problèmes majeurs pour l'économie française dans les années 1970. (...) L'accroissement du déficit budgétaire et du déficit extérieur posait déjà des difficultés. Faute d'un marché national des capitaux suffisamment large, incapable notamment d'absorber ses émissions d'emprunts obligataires, l'Etat trouvait des ressources de trésorerie auprès des banques commerciales qui étaient sollicités en permanence pour renouveler leurs achats de bons du Trésor à court terme. A l'extérieur, l'Etat ne voulait pas directement s'endetter, et à côté du programme d'emprunt à long terme encouragé, seules les banques étaient en mesure d'emprunter en devises à court terme. Ces entrées de capitaux, non complètement neutralisées malgré le contrôle des changes, alimentaient directement la création monétaire et l'inflation.

Document 129 – Les réformes de la fin des années 1960/début 1970

Entre la fin des années 1960 et le début des années 1970, la France s'engage dans un vaste projet de réforme de son système bancaire et financier. Cette réforme vise pour l'essentiel à réduire le rôle de l'Etat dans le système bancaire et financier au profit d'un recours plus important à la régulation marchande et à la concurrence bancaire. En 1966-1967, les réformes initiées par le ministre de l'Economie et des Finances, Michel Debré, modifient de façon importante le fonctionnement du système bancaire. (...) L'ouverture des guichets des banques est libéralisée, ce qui intensifie la concurrence entre les banques et permet d'accroître la bancarisation des ménages et la collecte des dépôts. (...) En 1967, un groupe de six banques françaises crée la Carte bleue. (...) Les réformes Debré amorcent aussi une déspecialisation des banques. Les banques de dépôts sont autorisées à collecter des dépôts à plus de 2 ans et elles peuvent accroître leur prise de participation dans les entreprises. (...) On assiste dans la période 1960-1970 à une augmentation de l'implantation en France des banques étrangères et à un mouvement de concentration des banques. (...) Les banques d'affaires jouent aussi un rôle beaucoup plus actif en liaison avec le dynamisme industriel. (...) Alors que la déspecialisation des banques est encore incomplète, les banques d'affaires se lancent dans la collecte de dépôts grâce à leurs filiales dans le même temps où les banques de dépôts sont autorisées par les textes réglementaires à prendre des participations dans les entreprises. L'évolution vers le modèle de la banque universelle est bien engagée. (...) Entre 1966 et 1973, la part des banques dans le crédit à l'économie passe de 41% à 55% tandis que la part du Trésor passe de 35% à 15%. (...) Cependant, à la fin de la période, la place de l'Etat et des organismes qu'il contrôle reste très importante. En 1980, les trois grandes banques nationalisées de 1945 représentent 55% des dépôts bancaires et 45% des crédits bancaires.

Alain Beitone & Christophe Rodrigues, *Économie monétaire*, Armand Colin, 2017

4.4 – Les années 1980 marquent une rupture : une double dynamique de dérèglementation et de décloisonnement du système bancaire et financier

4.4.1 – Dérèglementation et décloisonnement...

Document 130 – la dérèglementation : entretien avec David Thesmar

Comment définiriez-vous la dérèglementation financière ?

Le premier aspect de la dérèglementation financière concerne la **libéralisation de la balance des paiements** (...). Elle a permis d'accroître les échanges financiers. Il faut se rappeler que le contrôle des changes existait en France jusqu'au début des années 1980. Le gouvernement décidait alors s'il fallait laisser passer les flux de capitaux internationaux ou les limiter, et à quel plafond.

Le second aspect de la dérèglementation est lié à la **libéralisation du secteur financier lui-même**. La question était de savoir s'il fallait garder un système bancaire corseté par des règles et un contrôle public, ou au contraire le laisser prendre lui-même un certain nombre de décisions. Au début des années 1980, l'économie française était extrêmement réglementée ; les banques ne choisissaient ni le taux auxquelles elles prêtaient, ni combien elles prêtaient. La dérèglementation a levé tous ces blocages.

La loi bancaire de 1984 et la loi sur la dérèglementation financière de 1986 constituent les cadres légaux de cette mutation financière. Pouvez-vous nous rappeler les principales mesures de ces lois ? En quoi ces mesures ont-elles changé le métier de banquier ?

Avant la dérèglementation financière, il existait en France environ 200 prêts bonifiés. A chaque fois qu'il y avait une nouvelle préoccupation d'importance du Trésor, un nouveau prêt bonifié apparaissait. Par exemple, si on voulait moderniser l'outil industriel, un prêt bonifié était dédié à cette modernisation avec un taux fixé par le Trésor ; de même pour sauver des emplois ou pour restructurer la force de travail. (...) Il faut ajouter à cela l'encadrement du crédit. Lorsque la Banque de France estimait qu'il y avait trop de monnaie en circulation, elle demandait aux banques de réduire leurs prêts. Tous les mois, les patrons des grandes banques rencontraient ceux de la Banque de France et recevaient des directives. Pour simplifier avant la dérèglementation, le travail d'un banquier consistait à prêter une enveloppe étroite dans un menu de taux donné. A cette époque, la moitié du système bancaire était nationalisée, l'autre moitié était sous tutelle de la banque centrale et du Trésor. L'univers bancaire n'était pas un univers commercial, ce qui freinait l'innovation financière.

Source : entretien avec D.Thesmar dans Revue Regards croisés sur l'économie, n°3, mars 2008, p. 68

Document 131 – La loi bancaire de 1984 en France

Avant la loi bancaire de 1984, chaque banque disposait de privilèges en termes de distribution de produits d'épargne et de prêts bonifiés. Par exemple, seul le Crédit Agricole pouvait accorder des prêts bonifiés aux agriculteurs ; seul le Crédit local pouvait octroyer des prêts d'accession à la propriété. La loi bancaire a fait le ménage, en définissant quatre grandes catégories de banques : les banques normales, les banques mutualistes, les banques d'investissement et les caisses d'épargne. Elle a autorisé les banques normales à exercer également le métier de banques d'investissement – ce qui est assez légitime : puisqu'elles collectent de l'argent, pourquoi n'auraient-elles pas le droit de le placer librement ? La loi bancaire a donné un cadre simplifié définissant de nouveaux statuts en supprimant certains monopoles. Les deux autres mesures qui comptent, rappelons-le, sont la suppression de l'encadrement du crédit et la suppression d'une grande partie des prêts bonifiés. Ces changements ont révolutionné la façon de penser des banquiers, qui sont devenus responsables de leur politique de prêt.

Source : entretien avec D.Thesmar dans Revue Regards croisés sur l'économie, n°3, mars 2008, p. 70

Document 132 – Le retour des banques universelles

La loi bancaire de 1984 élimine la séparation entre banque de dépôt et banque d'affaire substitue un modèle de « banque universelle » au modèle de banque spécialisée. On assiste aux Etats-Unis à un mouvement similaire avec la remise en question du Banking Act de 1933 (Glass-Steagall Act) : la réglementation Q, abrogée en 1986 (...). La séparation entre banques commerciales et banques d'investissement a également été remise en cause dans un contexte défavorable aux banques américaines, sous-capitalisées, en proie à une concurrence interne forte et exposées à l'essor de nouveaux concurrents, tels que les sociétés d'assurance, les OPCVM et les fonds de pension.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Document 133 – La déréglementation financière de 1986 en France

Le contexte de la déréglementation en France est assez intéressant : le big bang de la City à Londres a donné un coup de vieux au système financier français. Comment l'idée de la déréglementation a-t-elle germé parmi les technocrates français ?

Le contexte international a poussé dans cette direction. Le big bang de la City dans les années 1970, commençant avec le recyclage des pétrodollars, a joué le rôle de détonateur. A la fin des années 1960, le régime de Bretton Woods prévalait encore. Il a permis la globalisation des marchés des biens, mais maintenu les marchés financiers relativement cloisonnés, à cause de l'étalon-dollar. Le choc pétrolier a généré d'un coup une capacité d'épargne énorme, notamment chez les pays producteurs d'or noir. Pour placer cette épargne, de nouveaux marchés ont été créés (les marchés des eurodollars, des eurofrancs ...) et les barrières ont été abolies. La déréglementation des marchés des capitaux a débuté de manière anarchique, sous l'égide des pays financièrement plus avancés : l'Angleterre puis les Etats-Unis. Dans ce contexte, les grandes banques d'investissement américaines ont migré vers Londres. (...) Les anglais ont pris le tournant, reformaté leur marché, le rendant plus fluide, plus dynamique. Ces expériences internationales étaient scrutées par de jeunes hauts fonctionnaires français (...). Après avoir compris que la détermination des prix par la rencontre de l'offre et de la demande est optimale, ils ont entrepris de restructurer l'architecture de la France.

La restructuration a lieu sous le gouvernement socialiste, à un moment où la gauche est mûre pour le faire. D'abord parce que Bérégovoy y croit : pour lui, être libéral, c'est être socialiste, au sens où la concurrence fait baisser les prix, donc rend du pouvoir d'achat aux gens, et permet de faire disparaître les rentes capitalistiques. Il a derrière lui une équipe qui y croit aussi, et qui met en place la nouvelle architecture : la loi bancaire de 1984-1985, la suppression de l'encadrement du crédit, la disparition de la plupart des prêts bonifiés, et puis petit à petit, la levée du contrôle des changes, pour faire revenir les investisseurs internationaux. Sous l'égide de Bérégovoy, on crée le second marché pour permettre aux entreprises de taille moyenne d'être cotées en Bourse. Cet agenda non partisan est repris par le tandem Balladur-Chirac. Les entreprises privatisées viennent peu à peu peupler la cote. On supprime le monopole des agents de change en 1986. Il y avait auparavant 40 agents de change, passage obligé pour les transactions boursières. On crée aussi le Marché à terme international de français (MATIF) et le Marché des options négociables de Paris (MONEP).

La Bourse devient électronique. La France est de ce point de vue pionnière en Europe continentale (c'est la dernière grande réalisation de la technocratie française).

Document 134 – Dans le contexte de l'intégration européenne

En Europe, l'UEM et la création de l'euro ont conduit à l'émergence d'un vaste marché unifié des capitaux. Les bourses européennes ont entamé un large mouvement de restructurations avec la fusion en 2000 des places de Paris, Amsterdam et Bruxelles pour créer la bourse paneuropéenne Euronext. Cette bourse a fusionné avec le NYSE (New York Stock Exchange) en 2007. (...) Enfin, les transformations apportées aux cadres juridiques nationaux ont contribué à l'internationalisation des marchés. En Europe, l'implantation transfrontalière d'établissement de crédit dans la Communauté est autorisée par la première directive bancaire adoptée en 1977.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Document 135 – La transformation des marchés financiers

A côté d'un marché monétaire, strictement interbancaire, et d'un marché financier largement réservé aux grandes entreprises a été ouvert un marché de titres des créances négociables, à court et moyen terme, accessibles à tous les agents économiques. L'intérêt d'une telle réforme était de conduire à une complétude des marchés des capitaux, en offrant la possibilité à un investisseur (emprunteur) de choisir la durée de son placement (financement) en titres négociables. En effet avant 1985, seul le marché obligataire était ouvert à tous les agents économiques.

Mathilde Lemoine, Philippe et Thierry Madiès, *Les grandes questions d'économie et finance internationales*, De Boeck, 2007

Document 136 – La création du MATIF et du MONEP

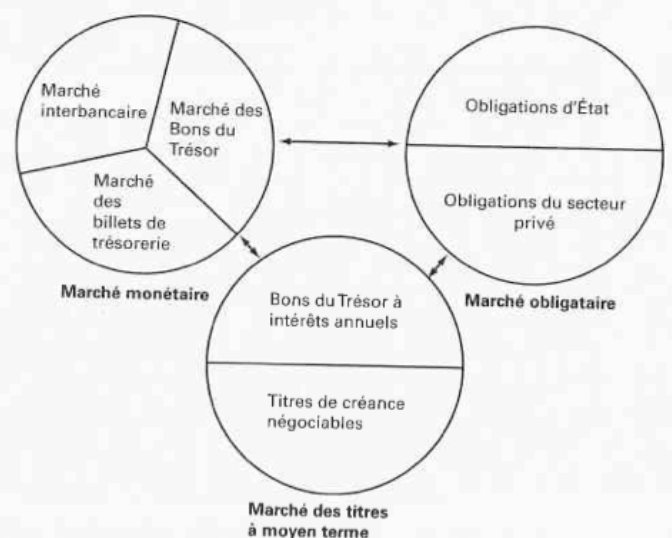
Un marché financier actif suppose que les opérations puissent être conduites à toute échéance temporelle et que tous les opérateurs financiers puissent accéder à chaque compartiment du marché, ce qui impliquait en France une réforme du marché monétaire. A l'instar des plus grandes places financières étrangères, il fallait aussi que des opérations à termes et optionnelles deviennent possibles, ce que la création du MATIF (marché à terme des instruments financiers, devenu en 1988, le marché à terme international français) et du MONEP (marché des options négociables à Paris) a permis.

Source : Françoise Renversez « De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers » in *Revue Regards croisés sur l'économie* n°3, mars 2008, p. 54

Document 137 – Les différents compartiments de marché de prêts et emprunts

Les taux d'intérêt sont cotés sur différents marchés, structurés selon la maturité des transactions et la nature des opérateurs. Le taux d'intérêt est le prix qui détermine la rémunération d'un prêt. Le marché sur lequel se négocient des prêts et emprunts à court terme sur une période par convention inférieure à 1 an, est appelé marché monétaire. Ce marché se subdivise lui-même en trois segments, le marché monétaire interbancaire sur lequel n'opèrent que les banques, le marché des Bons du Trésor, sur lequel s'achètent et se vendent des titres émis par le Trésor sur une maturité initiale inférieure à 1 an, et le marché des billets de trésorerie, sur lequel s'échangent des titres émis par les entreprises sur une maturité elle aussi inférieure à 1 an. (...) Le marché sur lequel les emprunteurs émettent de la dette sur une période par convention supérieure à 7 ans est appelé marché obligataire. (...) Les titres émis sur une durée comprise entre 1 an et 7 ans sont qualifiés de moyen terme.

Marchés comptant de taux d'intérêt



Didier Marteau, *Les marchés de capitaux*, Armand Colin, 2011

Document 138 – La dérèglementation en résumé

Au cours des années 1980-1990, les pays industrialisés ont procédé à un large mouvement de dérèglementation de leurs marchés financiers dans le but de drainer l'épargne mondiale et de financer leurs déficits budgétaires croissants. Le « *Big Bang* » imposé par l'Angleterre à son système financier en octobre 1986 illustre ce mouvement qui s'inscrit dans la logique de libéralisation des marchés visant à une plus grande concurrence et une meilleure allocation des capitaux mondiaux. (...) La dérèglementation porte d'abord sur le volume d'opérations avec la suppression du contrôle des changes et de l'encadrement du crédit. Elle porte également sur les prix, la libéralisation des tarifs (...) a ainsi accentué la concurrence entre les banques sur tous les segments du marché du crédit. (...) En France, diverses mesures sont adoptées pour accroître la concurrence, mettant fin à certains monopoles. La loi bancaire de 1984 qui fonde le concept d'établissement de crédit en éliminant la séparation banque de dépôt et banque d'affaire substitue un modèle de « banque universelle » au modèle de banque spécialisée. On assiste aux Etats-Unis à un mouvement similaire avec la remise en question en 1986 du Glass-Steagall Act de 1933. (...)

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Document 139 – Le décloisonnement en résumé

En Europe, le décloisonnement résulte principalement des réformes entamées à partir des années 1980 (...) et visant à modifier un système pouvant être qualifié d'économie d'endettement, qui avait montré ses limites en termes de lutte contre l'inflation, d'allocation des ressources et de capacité à répondre aux besoins de financement croissants des Etats et des entreprises. En France, le décloisonnement a consisté à réduire le nombre de marchés spécifiques afin de constituer un marché intégré des capitaux permettant une régulation monétaire plus efficace et de mieux faire jouer la concurrence. L'ouverture du marché monétaire (à l'ensemble des agents) à partir de 1985 marque la première étape du processus de décloisonnement. (...) La seconde étape (...) a consisté à lever le contrôle strict des autorités monétaires sur la distribution du crédit. Entre 1985 et 1987, l'encadrement du crédit a été assoupli progressivement puis supprimé de même qu'une plus grande égalité dans les conditions de collecte des ressources et d'octroi de financement a été instaurée. Enfin (...) on assiste également à des transformations des marchés boursiers visant à moderniser leur structure institutionnelle et à informatiser la gestion des échanges.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Document 140 – Les objectifs de la dérèglementation et du décloisonnement du système financier en France

Le système financier aujourd'hui en place en France est le fruit d'une politique de transformations engagées dans les années 1980 pour préparer l'entrée dans l'Union économique et monétaire. Le système financier reposait alors essentiellement sur l'activité des banques, et plus généralement sur le crédit. Des taux de croissance élevés et le rythme soutenu de l'investissement qu'ils supposent suscitaient une forte demande de financement en provenance des entreprises, excédant les fonds propres des firmes. Les marchés financiers ne répondaient que partiellement à la demande des plus importantes d'entre elles. C'étaient donc les banques qui satisfaisaient la demande de financement des entreprises en assurant leur propre liquidité par un recours constant au refinancement de la Banque de France. (...) Ce système de financement qui repose sur l'anticipation de la croissance était largement administré (...). La demande de refinancement des banques comme la demande de financement des entreprises étaient assez insensibles au taux d'intérêt, et l'instrument de la régulation monétaire était quantitatif : la progression du volume du crédit était contrôlée par la pratique dite de l'encadrement du crédit (...).

L'objectif de la réforme (des années 1980) qui s'appuyait sur les travaux du Commissariat Général au Plan, était de mettre en place un marché des capitaux décloisonné et d'une dimension qui lui permette d'affronter les mouvements internationaux des capitaux. (...) Il s'agissait d'adapter l'économie française aux contraintes de l'économie ouverte. Si la transformation institutionnelle a été conduite depuis 1984 sous la responsabilité de Pierre Bérégovoy (alors ministre de l'Économie et des finances), le rapport Marjolin-Sadrin-Wormser sur « *le marché monétaire et les conditions de crédit* » souhaitait dès 1969 que soit mis un terme à la fragmentation du marché du capital. La transformation prévisible de l'environnement économique induite par la mise en place du marché unique a rendu urgente la remise en cause de l'organisation du financement. Au début des années 1980, l'économie française, certes exportatrice, était fermée, en ce sens qu'elle fonctionnait avec un contrôle des changes rigoureux. Celui-ci avait un double aspect : il permettait de contrôler les mouvements de capitaux

et donc de limiter la spéculation, toujours active contre le franc, mais il restreignait aussi l'apport des capitaux extérieurs aux marchés boursiers. L'objet des réformes (...) est de réaliser « *un marché des capitaux unifié allant du jour le jour au très long terme, accessible à tous les agents économiques, au comptant et à terme avec la possibilité d'options* ». Cette démarche a été accompagnée par un processus permanent d'innovation financière dont l'Etat a donné l'exemple avec ses techniques d'emprunt.

Les avantages attendus se situaient à deux niveaux : celui des prix sur le marché du capital d'une part (les prix administrés ne sont pas considérés comme des vrais prix ne permettant pas l'allocation rationnelle des ressources), celui de l'accroissement des ressources de financement pour les entreprises (notamment par l'apport de capitaux étrangers) de l'autre. L'objectif final était l'instauration d'une économie de fonds propres, c'est-à-dire d'une économie où les entreprises ne sont plus dépendantes de leur endettement bancaire, mais investissent avec l'apport en capital des épargnants actionnaires rémunérés par un dividende et par les plus-values de leurs titres. Cet apport en capital n'alourdit pas l'endettement de l'entreprise et c'est le marché qui décide de la validité de l'investissement.

Source : Françoise Renversez, « De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers » in *Revue Regards croisés sur l'économie* n°3, mars 2008, p. 54

4.4.2 – ... dans un contexte d'innovations financières

Document 141 – Les États-Unis entament la transformation de leur système financier plus tôt

Au début des années 1960, aux États-Unis avant les autres pays industrialisés, les individus et les institutions financières qui opéraient sur les marchés financiers ont été confrontés à des changements radicaux de l'environnement économique : l'inflation et les taux d'intérêt ont atteint des sommets et sont devenus difficiles à prévoir, une situation qui modifiait les conditions de demande sur les marchés financiers. Le progrès rapide de l'informatique a changé les conditions de l'offre. De plus, les réglementations financières sont devenues de plus en plus pesantes. Les institutions financières ont jugé que la plupart des moyens traditionnels de faire des affaires n'étaient plus rentables. (...) Beaucoup d'intermédiaires financiers ont compris qu'il n'était plus possible de lever des fonds avec les anciens instruments financiers, et que, sans ces fonds, ils seraient bientôt acculés à la faillite. Pour survivre dans un tel environnement économique, les institutions financières devaient rechercher et développer de nouveaux produits et services pour satisfaire les besoins des consommateurs. Elles ont trouvé dans l'ingénierie financière le processus rentable qu'elles appelaient de leurs vœux. Dans ce cas, c'est la nécessité qui a été le moteur de l'innovation. (...) Le changement le plus significatif dans l'environnement économique qui a modifié la demande de produits financiers concerne l'augmentation formidable de la volatilité des taux d'intérêt. Dans les années 1950 aux États-Unis, le taux d'intérêt sur les bons du Trésor à trois mois fluctuait entre 1% et 3,5% ; dans les années 1980, il variait entre 5% et 15%. D'importantes variations dans les taux d'intérêt provoquent des pertes ou des gains substantiels et créent une plus grande incertitude sur les rendements des investissements. (...) Cette augmentation du risque de taux doit normalement susciter une augmentation de la demande de produits et de services financiers capables de réduire ce risque. (...) Deux exemples d'innovations financières apparues aux États-Unis dans les années 1970 confirment cette affirmation : le développement des prêts hypothécaires à taux variables et les dérivés financiers. Ces innovations ont été imitées avec un certain retard dans tous les autres pays industrialisés. (...)

La principale source de changement des conditions d'offre qui a stimulé l'innovation financière réside dans les progrès des TIC. Ces technologies, les technologies de l'information, ont eu deux effets. Premièrement, elles ont diminué le coût de traitement des transactions financières, rendant plus rentable pour les institutions financières, la création de nouveaux services et produits financiers pour le public. Deuxièmement, elles ont rendu plus aisée pour les investisseurs, l'acquisition de l'information, facilitant ainsi les émissions de titres par les entreprises. (...) Avant l'arrivée des ordinateurs et des télécommunications avancées, il était difficile d'obtenir l'information sur la situation financière des entreprises qui désiraient vendre des titres. A cause de la difficulté de séparer les bons risques de crédit des mauvais, seules les grandes sociétés bien implantées ayant des notes de crédits élevées pouvaient vendre des obligations. (...) Avec l'amélioration des TIC, il est devenu plus facile pour les investisseurs de distinguer les mauvais et les bons risques de crédit ; l'achat de titres de dette à long terme de sociétés moins connues avec des notes de crédit plus faible a été ainsi favorisé. (...) Les obligations à haut rendement et haut risque sont devenues un élément important sur le marché des obligations privées (...). La titrisation est un exemple capital d'innovation financière (...). La titrisation est un processus de

transformation d'actifs financiers non liquides (prêts immobiliers, crédits automobile, comptes de carte de crédit) en titre échangeables sur le marché de capitaux. C'est une opération devenue (...) inséparable de l'offre de crédit bancaire. (...) Grâce à la baisse des coûts de transaction liée aux progrès informatiques, les institutions financières se rendent compte qu'elles peuvent, pour un faible coût, relier un portefeuille de prêts de petits montants (moins de 100 000 dollars), collecter les paiements des intérêts et du principal de ces prêts, puis s'en défaire en les transférant à un tiers. En divisant le portefeuille de prêts en lots standardisés, l'institution financière peut vendre comme des titres le versement des intérêts et du principal à des tiers. Les montants standardisés de ces prêts titrisés en font des titres liquides, et le fait qu'ils soient constitués d'un assortiment de prêts permet de diversifier le risque, ce qui les rend plus attractifs. (...) Comme la banque est une industrie parmi les plus fortement contrôlées (...) l'exploitation des lacunes réglementaires est beaucoup pratiquée.

F. Mishkin et alii, *Monnaie, banques et marchés financiers*, Pearson, 2007

Document 142 – La dynamique des innovations financières

La théorie comme l'observation de l'accélération des innovations financières au cours des trois dernières décennies font apparaître plusieurs facteurs à l'origine de leur essor : des facteurs de demande, des facteurs d'offre, la réglementation et la volonté des pouvoirs publics.

L'innovation financière peut s'analyser comme une réponse à une demande de caractéristiques nouvelles, de combinaisons nouvelles de caractéristiques, ou de couverture face à de nouveaux risques. Ainsi, dans les années 1970, la montée de la volatilité des taux d'intérêt et de change a favorisé le développement des produits dérivés, donnant la possibilité de se couvrir contre de brusques variations, au moyen de contrats à termes (...), de swaps, ou bien encore d'options ou de prêts hypothécaires à taux révisables permettant d'ajuster les taux à l'inflation. Conformément aux travaux de Lancaster (1971), il existe une demande latente de nouvelles caractéristiques de produits que l'innovation vient satisfaire : le consommateur recherche sur le marché le produit qui s'approche le plus de sa « variété idéale » ; moins il trouve son bonheur, plus il y a de la place pour des innovations venant répondre à sa demande. (...) Le développement rapide de la finance islamique depuis le début des années 2000, exprimant le besoin de produits financiers conformes à la charia, proscrivant notamment l'intérêt, peut également trouver un éclairage du côté de cette approche par la demande.

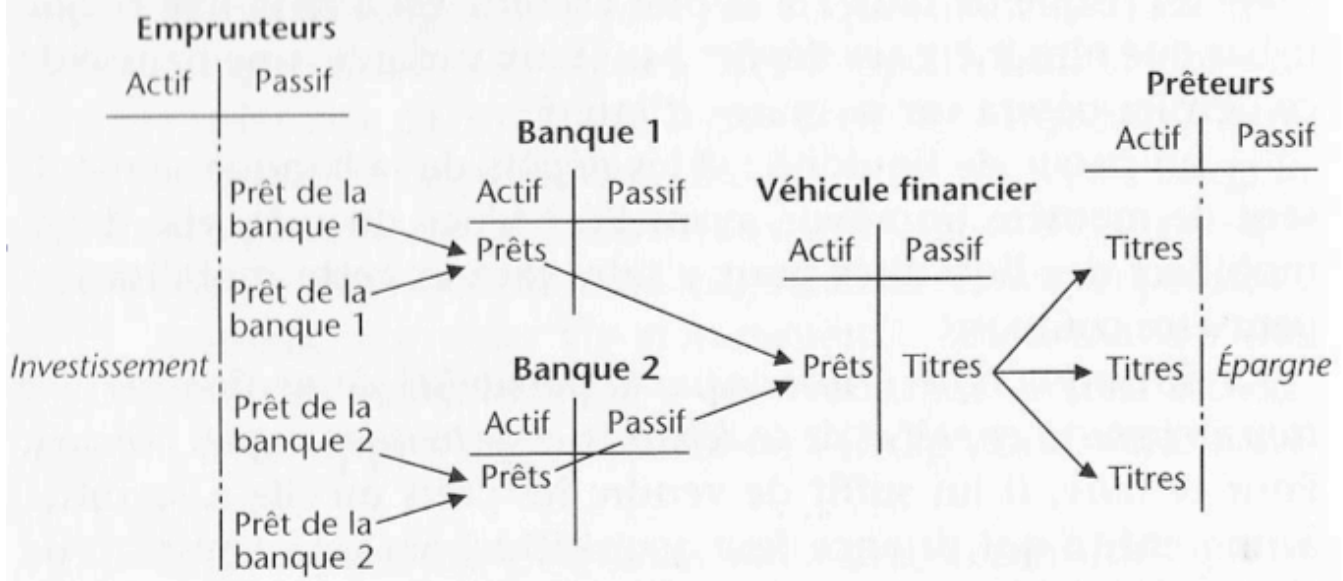
Les innovations financières sont aussi fonction des conditions d'offre, qui, lorsqu'elles sont modifiées, par l'émergence de l'informatique par exemple, permettent la création de nouveaux produits financiers. Ainsi, la diffusion des NTIC a permis de réduire drastiquement le coût des transactions et a rendu possible de nouveaux services (distributeurs automatiques, virements, carte de crédit ...). En outre, avec l'introduction massive de l'informatique dans la sphère financière, l'utilisation de modèles statistiques tels que le *credit scoring* a largement facilité l'acquisition d'informations, que ce soit sur la santé des clients des banques ou bien sur le risque porté par ces dernières. L'exemple le plus récent en termes d'avancée technologique est le *trading à haute fréquence* permettant la réalisation de transactions à très grande vitesse, avoisinant par exemple, les 250 microsecondes pour les valeurs de l'indice américain Nasdaq. Les ordres sont traités à de telles vitesses grâce à de puissants serveurs informatiques et à l'utilisation d'algorithmes permettant d'analyser instantanément les positions et le temps de réponse des contreparties et d'automatiser les ordres. Ces techniques permettent en somme aux investisseurs de réduire le coût de transaction et de réaliser de petites marges mais sur de grands volumes et sur un grand nombre de transactions.

Les innovations répondent aussi à une volonté de contournement. (...) La réglementation étant coûteuse à court terme pour les opérateurs qui doivent la respecter, ceux-ci cherchent à la contourner au risque d'engendrer de nouveaux risques qui nécessiteront une nouvelle réglementation. (...) La titrisation est un bon exemple de contournement. Initié aux Etats-Unis, cette technique fait sortir du bilan comptable des établissements financiers une partie des risques portés, permettant ainsi aux banques d'alléger les exigences en fonds propres imposées dans le cadre des accords de Bâle.

Enfin, l'initiative de l'innovation financière n'est pas toujours du fait des acteurs privés. Si, dans les pays anglo-saxons, l'initiative a été très largement le fait d'acteurs privés dès les années 1970, les pays européens ne voulant pas que leurs places financières soient dépassées et cherchant de nouveaux moyens de financer leurs déficits publics, ont largement encouragé l'innovation financière au travers de vastes réformes de leurs systèmes financiers.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Diagramme 1. Titrisation par cession des prêts



Anton Brender, Florence Pisani, *La crise de la finance globalisée*, La Découverte, 2009

Document 144 – Titrisation et extension de la chaîne d’intermédiation

Si le crédit a pu diminuer en part relative à l’actif des banques, cela ne signifie pas pour autant que le crédit ait diminué au passif des agents non financiers. La preuve directe en est que la crise financière amorcée en 2007-2008, ainsi que celle de la zone euro qui s’en est suivie, proviennent d’une forte augmentation de l’endettement privé. Au cours de la décennie 2000, la dette privée est passée de 65% à 110% du PIB dans la zone euro (hors Allemagne) et de 110% à 150% aux Etats-Unis. A l’évidence, le surendettement des ménages et des entreprises implique une distribution excessive, sinon mal allouée et mal tarifée du crédit. Le fait que les autorités monétaires et financières n’en aient pas pris la mesure trouve une part d’explication dans la titrisation. (...) La titrisation des crédits a simplement transféré les crédits par paquets des bilans des banques vers ceux d’entités financières, rachetant ces crédits et émettant en contrepartie des titres sous la forme de produits structurés (constitué de plusieurs tranches de risques). Ces produits sont venus satisfaire l’appétit des investisseurs. La chaîne d’intermédiation s’est ainsi fortement distendue, puisque les risques, initialement pris par les banques et traditionnellement conservés par elles (modèle « origination-conservation »), sont avec le processus de titrisation toujours pris par les banques mais transférés (modèle « origination-distribution ») vers des entités (véhicules de titrisation ou fonds communs de créances) qui se retrouvent ainsi à porter le risque bancaire (sans faire l’objet d’un encadrement quelconque) et à la revendre par tranche aux investisseurs dans les produits qu’elles émettent. Les risques bancaires ont ainsi été dispersés entre les acheteurs de produits structurés. De part et d’autre de cette nouvelle chaîne d’intermédiation, on trouve des banques : les banques « originatrices » en début de chaîne, des banques d’investissement et d’autres institutions financières acheteuses de produits structurés en bout de chaîne, souvent moins régulées que les premières. La crise a clairement modifié la perception du danger associé à la titrisation. Avant la crise, les autorités de surveillance pensaient volontiers que cette technique partagerait mieux le risque au sein du système financier. La crise a révélé qu’il s’agissait bien plus d’une dispersion que d’un partage du risque et, surtout, que cette dispersion avait totalement dilué l’incitation des banques à effectuer la sélection et le contrôle des risques censés fonder leur raison d’être.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

3.4.3 – L’apparition de nouveaux acteurs financiers

Document 145– De nouveaux acteurs apparaissent avec le développement du système financier

Entre pays riches et avec un certain nombre de pays émergents, les contrôles des mouvements de capitaux ont disparu. Dans ce cas, un acteur résidant dans un territoire peut acquérir et revendre à volonté la monnaie et tous les actifs financiers émis dans un autre territoire. Les deux grands pays émergents, la Chine et l’Inde,

conservent cependant un certain « contrôle des changes », c'est-à-dire des mouvements de capitaux. C'est le cas également d'un certain nombre de pays pauvres (...). Dans l'ensemble cependant, les mouvements de capitaux sont beaucoup plus libres qu'au début des années 1980 où la libéralisation financière a commencé. (...) La libéralisation des flux financiers entre territoires s'est accompagnée d'une libéralisation interne qui a pour l'essentiel supprimé les cloisons entre différents métiers de la finance, permettant aux institutions financières et en particulier aux banques, de les exercer tous. Le double mouvement de libéralisation interne et de globalisation a considérablement accru l'importance relative de la finance de marché, où les acteurs économiques échangent des titres entre eux sur les marchés (...).

Enfin, la globalisation financière s'est accompagnée de la montée en puissance des investisseurs institutionnels, ces fonds de diverses natures qui gèrent de l'épargne pour compte de tiers. C'est un vaste ensemble qui va de la caisse de retraite, censée gérer les cotisations de ses membres afin d'obtenir un rendement moyen mais sûr à long terme, aux « *hedge funds* » les plus spéculatifs qui jouent avec un très fort levier d'endettement.

Pierre-Noël Giraud, *La mondialisation. Émergences et fragmentations*, Editions Sciences Humaines, 2012

Document 146 – Investisseurs institutionnels, hedge funds, private equity, banques d'investissement, fonds souverains

De nouveaux intermédiaires financiers font leur apparition à partir des années 1970.

Tout d'abord les investisseurs institutionnels qui gèrent l'épargne des ménages. On y trouve les fonds de pension (en particulier dans les pays à régime de retraite par capitalisation), les sociétés d'assurance et les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui regroupent en France les sociétés d'investissement à capital variable – les SICAV- et les fonds communs de placement – FCP). Avec l'élargissement des activités bancaires, ces nouveaux investisseurs institutionnels sont souvent des filiales des banques.

Les hedge funds développent essentiellement des stratégies d'arbitrage et représentent environ 20% du total des actifs de l'industrie financière. Plus de 75% des hedge funds sont américains, et 75% des hedge funds européens sont anglais. La très grande majorité du capital géré par les hedge funds provient des banques et des investisseurs institutionnels. Le développement des hedge funds est donc très lié aux autres intermédiaires financiers, mais aussi aux innovations techniques qui permettent de traiter des volumes importants de trading et de mettre en place des stratégies complexes. La crise de 2007 a considérablement réduit leurs activités.

Les sociétés de capital-investissement (private equity) prennent des participations dans le capital des sociétés non cotées en Bourse. Elles se distinguent donc des OPCVM. Là aussi, le financement des private equity est généralement assuré par les banques et les investisseurs institutionnels. Leur stratégie dite de LBO (leveraged buy out) consiste à choisir des sociétés en développement (les start-up par exemple) ou des sociétés en difficultés, à emprunter pour les acquérir, puis à les revendre à moyen ou long terme en tirant un profit, grâce à un fort effet de levier de l'endettement. Si les hedge funds agissent sur une échelle temporelle de court terme (ou de très court terme), les private equity agissent sur une échelle temporelle beaucoup plus longue.

Les banques d'investissement sont les héritières des banques d'affaire. Elles font du conseil, notamment en fusion et acquisition, elles organisent les augmentations de capital, les introductions en bourse ou les émissions d'obligations. Mais elles récoltent également des fonds auprès d'entreprises ou d'investisseurs afin de réaliser des placements à rentabilité financière élevée. Elles sont donc elles aussi à la recherche d'un effet de levier important. Elles ont par exemple développé des véhicules de titrisation. Lehman Brothers était une banque d'investissement.

Enfin les fonds souverains cherchent à optimiser des capitaux publics qui proviennent des revenus du pétrole, des réserves de change ou des fonds de pensions publics. Leur stratégie, bien que souvent opaque, consiste à préserver la valeur réelle du capital sur la longue durée. Il n'y a donc pas de recherche d'effet de levier et de gestion de court terme. Il s'agit plutôt d'investisseurs patients et prudents qui diversifient leur portefeuille de titres.

A côté de ces intermédiaires financiers, les autres acteurs des marchés mondiaux des capitaux sont les banques centrales (qui interviennent sur les marchés des change), les firmes multinationales et les Etats (qui émettent des titres acquis par des non-résidents).

Document 147 – Le poids prépondérant des investisseurs institutionnels dans la finance globalisée

Par le volume d'épargne gérée, ces agents (les investisseurs institutionnels) représentent des acteurs prépondérants sur les marchés internationaux de capitaux. L'épargne confiée aux investisseurs institutionnels

a poursuivi son essor tout au long des années 1990-2010. Son encours a pratiquement triplé depuis le milieu des années 1990, pour atteindre, plus de 71 000 milliards de dollars en 2010.

Parmi les pays de l'O.C.D.E., c'est aux États-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas que ces organismes de gestion d'épargne collective sont les plus représentés. Le volume d'épargne géré au début des années 2000 atteignait pour chacun plus de 200% du P.I.B. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, l'importance des fonds de pension s'explique assez naturellement par l'existence d'un régime de retraite fondé principalement sur la capitalisation. Toutefois, le poids des O.P.C.V.M. dépasse aux États-Unis celui des fonds de pension et celui des assurances. Au Royaume-Uni, le marché de l'intermédiation financière est dominé par les assurances dont le poids dépasse celui des fonds de pension, lui-même beaucoup plus important que celui des O.P.C.V.M.

Les investisseurs institutionnels, souvent appelés les « zinzins », ont ainsi renforcé leur rôle, d'une part, sur les marchés financiers internationaux, et d'autre part, dans le gouvernement d'entreprise.

Source : encyclopédie universalis en ligne

Document 148 – Le lien banques-autres intermédiaires financiers

Il apparaît clairement que les intermédiaires financiers continuent de jouer un rôle prépondérant dans la collecte d'épargne. Les ménages sont plus enclins à détenir des produits de placement intermédiés dont le niveau de risque est moindre ou leur est donné à choisir. Même aux États-Unis, la part des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages atteint plus de 65%. En Europe, la même estimation dépasse 80%. Le choix en faveur de l'épargne intermédiée reste majoritaire. On observe cependant de fortes disparités, en Europe, quand au choix de ces intermédiaires. La part des banques varie du simple au triple selon les pays, celle prise par les OPCVM, les assureurs et les fonds de pension varie davantage encore. (...) On constate néanmoins une progression des intermédiaires non bancaires observée dans tous les pays. (...) Cette progression ne doit toutefois pas faire oublier que les banques demeurent les principaux distributeurs de parts d'OPCVM et de contrats d'assurance vie. La domination des banques apparaît clairement dans l'activité de gestion d'OPCVM : la part de marché des OPCVM contrôlés par les groupes bancaires atteint plus de 70% en Allemagne et en France et dépasse même 90% en Italie ou en Espagne (...). De la même manière, les groupes bancaires réalisent plus de la moitié du chiffre d'affaires de l'assurance vie en France, et plus des deux tiers en Espagne et en Italie ; seule l'Allemagne fait exception (...). En ce sens, le lien que les banques ont établi avec les autres intermédiaires financiers pour s'accommoder de leur essor est non pas un lien de complémentarité comme celui qu'elles ont renforcé avec les marchés de titres, mais un lien plus hiérarchique de subordination.

Dominique Plihon, Jezabel Couppey-Soubeyran, D. Saïdane, *Les banques acteurs de la globalisation financière*, La documentation française, 2006

4.4.4 – Les transformations des activités des banques commerciales

Document 149 – Finance directe et finance intermédiée (Gurley et Shaw)

Si le passage à un financement par les marchés est souvent présenté comme un passage à la finance directe, ce n'est pas le sens que l'ouvrage fondateur de Gurley & Shaw (1960) donne à ce terme. Ces auteurs définissent la finance directe comme le système financier où les agents dont le bilan est excédentaire et présente une capacité de financement (les prêteurs « ultimes ») financent les agents ayant un besoin de financement (les emprunteurs « ultimes ») par l'achat des titres émis par ces derniers. Plus concrètement, les ménages financent les entreprises en achetant les actions et les obligations qu'elles émettent.

Ceci n'est pas le système financier qui s'est établi en France après l'économie d'endettement. Les entreprises émettent certes des titres dont une partie est acquise par les ménages ou les entreprises, mais les préférences des agents à excédent vont vers les titres émis par les intermédiaires financiers, qu'il s'agisse de banques ou d'autres sociétés financières. Les intermédiaires financiers achètent les titres émis par les entreprises et les font entrer dans la composition de portefeuilles (...). Certains de ces titres combinent le rendement certain des obligations avec celui plus conjoncturel des actions. Fonds Communs de Placement (FCP) ou SICAV (Société d'investissement à capital variable) constituent pour les ménages le support de cette finance de marché intermédiée. Leur épargne est ainsi placée en titres de la finance indirecte selon la terminologie adoptée depuis Gurley & Shaw. Il ne s'agit donc pas d'un passage à la finance directe mais d'un passage à la finance de marché intermédiée.

Document 150 – Désintermédiation et réintermédiation

La désintermédiation désigne la diminution du poids relatif de l'intermédiation bancaire dans le financement de l'économie. Ce phénomène a souvent été présenté comme l'un des moteurs de la globalisation financière, au même titre que le décloisonnement ou la déréglementation. (...)

Cette notion est en tout cas trompeuse car elle laisse à penser que le développement des marchés se fait au détriment des intermédiaires financiers.

Certes, l'activité traditionnelle des banques qui consistait à collecter des dépôts pour octroyer des crédits a relativement décliné et donc, avec elle, la contribution des banques au financement de l'économie sous forme de crédits. (...) L'adaptation des banques à leur nouvel environnement s'est surtout effectuée au moyen d'une diversification des activités et d'un redéploiement sur les marchés. Pour compenser la diminution relative de leur activité de crédit, pratiquement toutes les banques ont développé leurs activités d'investissement en titres. Le développement des marchés a aussi permis aux banques de faire valoir leur expertise financière et de proposer à leurs clients une vaste gamme de services financiers (introduction en bourse des entreprises, montages financiers, gestion des risques ...). La banque est apparue, de plus en plus, comme une entreprise de services et de gestion des risques adossée au marché des capitaux. (...) Les banques ont également dû résister à la progression de l'épargne collective qui a pesé sur la collecte des dépôts. Le développement des marchés a favorisé – et nécessité – l'essor d'autres intermédiaires financiers : OPCVM, sociétés d'assurance, fonds de pension, etc... Cette situation a d'abord obligé les banques à se financer par des ressources de marchés. Mais leur adaptation ne s'est pas arrêtée là. Pour répondre à la concurrence croissante des OPCVM, les banques ont développé leurs propres SICAV et FCP ou pris des participations importantes dans des sociétés de gestion d'actifs. Pour répondre à la concurrence des sociétés d'assurance, elles ont pris position sur le marché de l'assurance-vie et l'assurance-dommages.

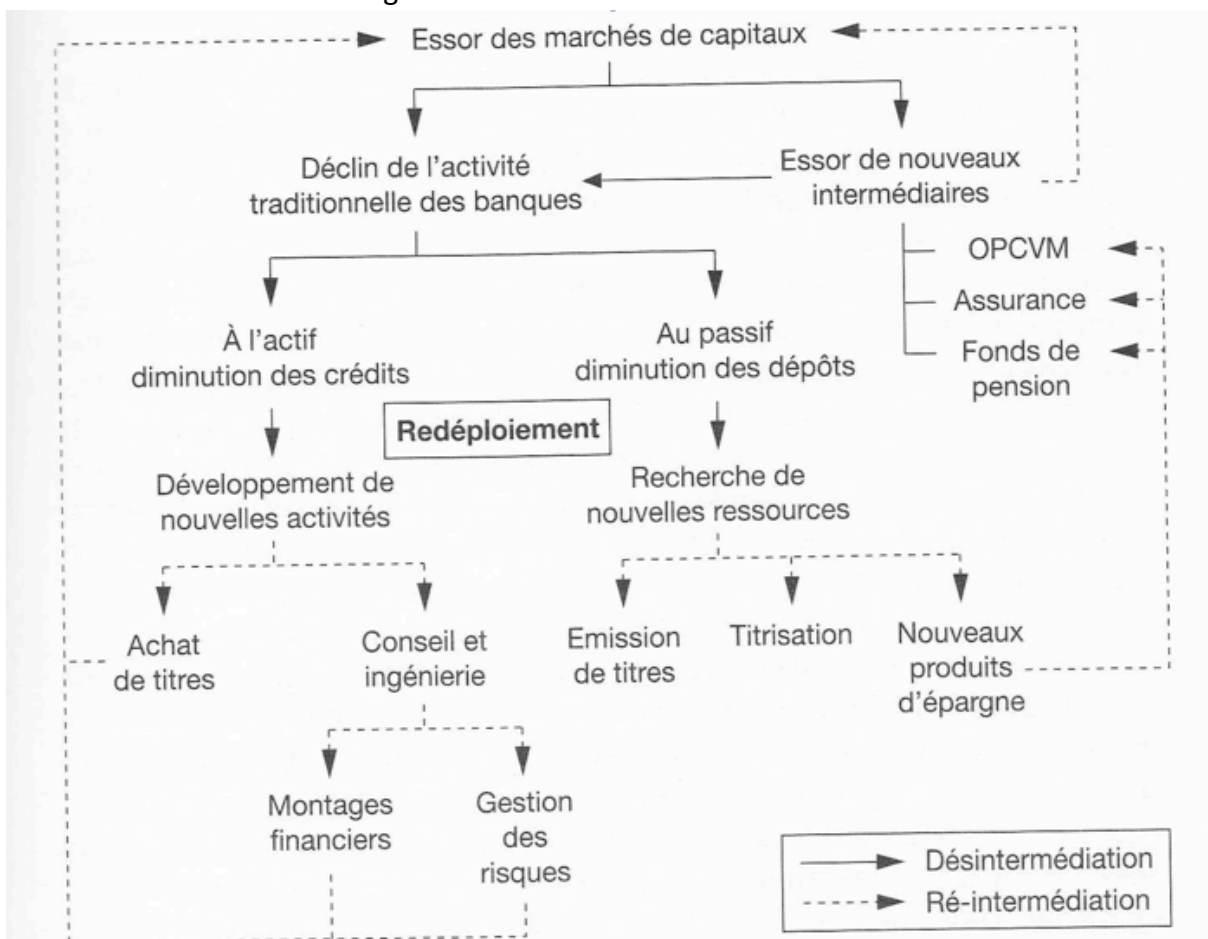


Figure 2. – Désintermédiation et Ré-intermédiation.

Document 151 – Les banques sont les acteurs centraux de la finance de marché intermédiée

La montée en puissance des marchés de capitaux à partir des années 1980 dans les pays d'Europe a, au départ, été perçue et analysée comme une force de convergence vers un système financier davantage fondé sur les marchés. Dans cette optique, les analyses les plus courantes considéraient qu'on était en train d'assister à une « désintermédiation », c'est-à-dire une diminution du poids des banques dans le financement de l'économie. C'était sans compter sur l'adaptation des banques à l'essor des marchés, sur le développement non moins rapide de nouveaux intermédiaires financiers indispensables à celui des marchés de capitaux. Aussi, lorsque l'on compare aujourd'hui les structures de financement des pays d'Europe continentale à celle des pays anglo-saxons, ce n'est pas tant l'écart entre financements de marché et financements intermédiés qui les différencient, car partout la part des financements intermédiés est prépondérante. C'est davantage l'importance relative de ce que l'on peut appeler « l'intermédiation de marché », c'est-à-dire l'importance de la détention de titres par les intermédiaires financiers qui distingue la finance anglosaxonne de la finance européenne continentale.

En tout cas, ni la finance anglosaxonne, ni la finance d'Europe continentale ne sont « désintermédiées ». C'est le type d'intermédiation qui s'y opère (intermédiation de crédit versus intermédiation de marché) qui les différencie et qui, très vraisemblablement, explique aussi les différences en termes de taux d'activité de leur marché des capitaux. Les places financières de Londres et de New York sont plus actives que celles de Francfort ou Paris, non pas en raison d'un moindre taux d'intermédiation mais en raison d'une intermédiation davantage portée vers l'acquisition de titres.

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Monnaie, banques, finance*, PUF, 2012

Document 152 – La mobiliérisation du bilan des banques

L'évolution des bilans des banques (...) reflète clairement les incidences de ce nouvel environnement. Cette évolution s'est manifestée des deux côtés du bilan (...).

La progression des financements directs (par émissions de titres) permise par le développement des marchés a fait sensiblement reculer la part des crédits. Cependant, les banques s'y sont adaptées : elles y ont pris part elles-mêmes en développant leur portefeuille d'investissements en titres.

Ainsi, à l'actif du bilan des banques, a-t-on pu observer une diminution de la part relative des crédits et une progression des titres détenus dans le « portefeuille titres ». (...)

Du côté du passif du bilan des banques, on a ainsi observé une importante diminution de la part des dépôts à court terme, en partie compensée par celle des dépôts à plus long terme et par la progression des émissions de titres de dette.

Des deux côtés du bilan bancaire, la part des titres (détenus à l'actif, émis au passif) a donc fortement progressé pour compenser le déclin relatif des activités traditionnelles d'octroi de crédit et de collecte de dépôts. Le cas des banques françaises est emblématique de cette « mobiliérisation » (accroissement de la part des valeurs mobilières) du bilan. (...) Ces transformations ne sont pas sans incidence sur la création monétaire. D'un côté, en effet, les crédits créent moins de dépôts puisque leur part a diminué dans le bilan des banques. Mais, d'un autre côté, celles-ci créent désormais de la monnaie en contrepartie de leurs financements par acquisition de titres sur les marchés. Les modalités de la création monétaire se sont ainsi diversifiées.

Dominique Plihon, Jézabel Couppey-Soubeyran, D. Saïdane, *Les banques acteurs de la globalisation financière*, La documentation française, 2006

Document 153 – La transformation du bilan des banques

Les banques se sont adaptées à ces réformes. Elles ont vu leurs activités traditionnelles (octroi crédit, collecte dépôts) décliner face à la concurrence de nouveaux intermédiaires (Assurance, Fonds de pension, Fonds communs de placement). Elles ont alors cherché à développer de nouvelles activités, par exemple le conseil et l'ingénierie financière. Elles ont surtout développé l'achat de titres sur les marchés, afin de fabriquer des produits financiers qu'elles commercialisent pour récolter des dépôts. Elles ont également obtenu de nouvelles ressources en titrisant une partie de leurs actifs et en émettant elles-mêmes des titres sur les marchés des capitaux.

La conséquence de ces changements est la « mobiliérisation » du bilan des banques : à l'actif moins de crédits et plus de portefeuille de titres, et au passif moins de dépôts et plus d'émission de titres de dettes. Cette

mobilisation du bilan modifie la nature des risques encourus par les banques : le risque de crédit recule au profit du risque de marché. Cela ne sera pas sans conséquence au moment de la crise des subprimes de 2007. Enfin, la taille des banques a considérablement augmenté. Certains établissements ont acquis une taille « systémique » : leur faillite peut provoquer des dégâts majeurs dans le circuit de financement. Avec le décloisonnement externe des systèmes financiers, la taille « systémique » de ces établissements est désormais globale et plus seulement nationale.

Document 154 – Du risque de crédit au risque de marché

La désintermédiation financière a entraîné un changement dans la nature du risque encouru par le système financier. Lorsque le crédit était prépondérant, le risque des banques était lié à l'activité productive. Il pouvait se manifester, soit de manière conjoncturelle, soit en raison de progrès technologiques modifiant la demande. Le risque bancaire est désormais un risque de marché financier et, comme tel, dépend des anticipations d'opérateurs à la recherche de marges sur des opérations souvent à court terme. L'actif des banques comporte une part importante de titres émis par des intermédiaires, et elles ont largement recours au hors bilan. De plus, le système financier s'est diversifié à la faveur de la déréglementation, et les nouveaux intermédiaires financiers sont soumis à une réglementation moins contraignante que les banques.

Source : Françoise Renversez « *De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers* » in Revue Regards croisés sur l'économie n°3, mars 2008, p. 65

4.4.5 – Le boom des activités financières

Document 155 – L'essor des activités bancaires et financières

L'imbrication croissante entre banques et marchés a sans aucun doute contribué à l'accélération du développement financier. Le développement des marchés a nourri celui des banques et des autres intermédiaires financiers autant que ces derniers ont concouru à l'essor des marchés. Il en a résulté un développement exponentiel de la sphère financière (...). C'est peut-être dire que la finance s'est considérablement développée ces trente dernières années ... quelques ordres de grandeurs suffisent à prendre la mesure de cette croissance vertigineuse. (...) Les chiffres des transactions réalisées sur les différents segments des marchés de capitaux ainsi que ceux relatifs à la taille du bilan des banques traduisent une déconnexion entre la sphère réelle et la sphère financière. Les chiffres du marché des changes constituent sans aucun doute l'exemple le plus emblématique. Les volumes quotidiens des transactions de change s'élèvent fin 2010 à 4000 milliards de dollars, soit sur une année entière, l'équivalent de près de 15 fois le PIB mondial (75 fois le montant du commerce international). Dans les années 1970, l'activité sur le marché des changes ne représentait que 20% du PIB mondial. La taille atteinte aujourd'hui par les marchés boursiers et obligataires est également impressionnante. Au niveau mondial, ces marchés représentent plus de 2,5 fois le PIB mondial. Si on y ajoute les actifs bancaires, on passe à 4 fois le PIB mondial. Le rapport pour la France est de 6 fois le PIB.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Document 156 – La triple unité des marchés financiers

La finance a pu, continûment, monter en puissance sur un marché global qui a bientôt illustré de mieux en mieux *la règle des trois unités*. D'abord, *unité de temps* : il fonctionne 24 heures sur 24 ; les établissements de la côte est américaine viennent de fermer quand vont ouvrir ceux des places asiatiques. Ensuite, *unité de lieu* : par un réseau de places de mieux en mieux interconnectées. Enfin, *unité d'action* : ce sont, partout, dans toutes les régions du monde, les mêmes techniques d'arbitrage, de placement ou de financement qui s'imposent. On parvient bien à ce qui, pour reprendre l'expression de Marshall McLuhan (1962), est devenu le « *village global* » de la finance qui, à travers les cotations et les communiqués des agences de notation transmises instantanément grâce aux progrès de l'informatique et des télécommunications, « *résonne des tams-tams tribaux* » que font entendre, chaque jour, les marchés financiers devenus une véritable caisse de résonance. Il faut cependant reconnaître que cette montée en puissance de la finance, s'explique par le rôle éminent qu'elle joue dans l'économie aujourd'hui.

H. Bourguinat, J. Teiletche et M. Dupuy, *Finance internationale*, Dalloz, Hypercours, 2007

4.4.6 – L'apparition de nouveaux risques dans le système financier

Document 157 – Des risques individuels au risque systémique

Avant la crise de 2008, les régulateurs s'intéressaient quasi exclusivement aux risques individuels des institutions financières (surveillance micro-prudentielle). Or, la propagation de la crise des crédits subprimes et la crise bancaire qui s'en est suivie ont démontré que le risque global d'un système ne se limite pas à la somme des risques individuels des institutions financières. Des effets d'amplification et de contagion interviennent. On parle alors de risque systémique : une rupture dans le fonctionnement des services financiers causée par la dégradation de tout ou partie du système financier, et ayant un impact négatif généralisé sur l'économie réelle. Ce risque systémique trouve ses origines dans l'architecture même du système financier actuel. Un système que les politiques de libéralisation des années 1980 ont rendu plus concentré et interconnecté, et que les innovations financières ont largement complexifié.

L'augmentation de la concurrence, induite par la déréglementation et l'ouverture des marchés en interne et à l'international, a contraint les acteurs financiers à rechercher des économies d'échelle et de gamme pour rester compétitifs. Les institutions financières se sont donc engagées dans un processus de concentration, notamment par le biais d'opérations de fusion et acquisitions. La conséquence en est que le système financier mondial se caractérise aujourd'hui par la présence d'une trentaine de conglomérats financiers dont le défaut causerait celui de beaucoup d'autres établissements et provoquerait ainsi une crise systémique. (...) Le spectre de la crise systémique a pesé lourd sur les autorités publiques durant la crise de 2007-2008. La banque Northern Rock, 5^{ème} banque anglaise a par exemple été nationalisée en février 2008 étant jugée systémique par les autorités. Le caractère systémique ne se limite pas aux banques. D'autres intermédiaires financiers contribuent au risque systémique et peuvent être qualifiés de « systémiques ». Les sociétés d'assurance Monolines ou les hedge funds. Par exemple l'assureur américain AIG (...) fut mis sous tutelle publique en septembre 2008 et refinancé par la Réserve Fédérale à hauteur de 85 milliards de dollars, ceci afin d'éviter un effet domino dans le secteur financier américain.

De fait de leur taille et de leur place dans le système financier, les institutions systémiques posent le problème du « too big to fail » dans le sens où les autorités sont obligées de leur venir en aide en cas de difficultés. Cette configuration pose un problème « d'aléa moral » : se sachant sauvées en cas de problèmes, ces institutions systémiques peuvent être incitées à prendre plus de risques.

Les innovations financières et la libéralisation de l'activité d'intermédiaires financiers ont également rendu le système financier plus interconnecté et plus complexe en raison des montages financiers mis en place et des instruments financiers utilisés comme les produits dérivés. Dans ce contexte, l'évaluation des risques est plus difficile ainsi que l'identification des porteurs finals des risques. Ces difficultés se sont manifestées durant la crise dès 2007 par le manque de fiabilité des notations émises par les agences et dont les fondements étaient remis en question, mais également par les lacunes de la supervision. Alors que toutes les institutions financières se trouvaient en difficulté durant la crise, paradoxalement, rares sont celles qui ne satisfaisaient pas leurs exigences de fonds propres, à en croire que tous les risques latents du système étaient difficiles à cerner et qu'ils n'étaient pas pris en compte par le régulateur.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Document 158 – Des institutions financières de taille systémique

L'augmentation de la concurrence, induite par la déréglementation et l'ouverture des marchés en interne et à l'international, a contraint les acteurs financiers à rechercher des économies d'échelle et de gamme pour rester compétitifs. Les institutions financières se sont donc engagées dans un processus de concentration, notamment par le biais d'opérations de fusions et d'acquisitions.

La conséquence en est que le système financier mondial se caractérise aujourd'hui par la présence d'une trentaine de conglomérats financiers dont le défaut causerait celui de beaucoup d'autres établissements et provoquerait ainsi une crise systémique. De plus, ces structures qui opèrent sur plusieurs marchés et sur plusieurs métiers à travers leurs filiales sont également susceptibles d'amplifier un choc initial dans une branche d'activité et de diffuser le risque à tout le conglomérat. (...) Le spectre de la crise systémique a pesé lourd sur les autorités publiques durant la crise de 2007-2008. La banque Northern Rock, 5^{ème} banque anglaise, a par exemple été nationalisée en février 2008, étant jugée systémique par les autorités.

Le caractère systémique ne se limite pas qu'aux banques. D'autres intermédiaires financiers contribuent au risque systémique. Les sociétés d'assurance ou les *hedge funds*. (...) L'assureur AIG fut finalement mis sous tutelle publique en septembre 2008 et refinancé par la Fed à hauteur de 85 milliards, ceci afin d'éviter un effet domino dans le secteur financier américain. (...)

Du fait de leur taille et de leur place dans le système financier, les institutions systémiques posent le problème du « *too big to fail* », dans le sens où les autorités sont obligées de leur venir en aide en cas de difficultés. Cette configuration pose un problème d'aléa moral : se sachant sauvées en cas de problèmes, ces institutions systémiques peuvent être incitées à prendre plus de risques.

Source : J.H.Lorenzi et P.Trainar « *Les nouveaux acteurs de la finance* » in revue Regards croisés sur l'économie n°3, 2008, p.20

Document 159 – Des intermédiaires financiers non régulés : le shadow-banking

Avec le développement de la sphère des activités financières, les intermédiaires ne se limitent plus aux banques. A côté des investisseurs institutionnels (fonds de pension, assurance), on trouve de nombreux fonds d'investissement, des banques d'affaires ... Or, la réglementation des acteurs du système financier porte essentiellement sur les banques de détails (ou banques commerciales) et les compagnies d'assurance (afin de protéger les petits épargnants), alors que les autres acteurs participent aussi au financement de l'économie et à l'achat de titres sur les marchés financiers. Cet ensemble d'intermédiaires financiers non régulé est qualifié de shadow banking. Jusqu'à la crise de 2008, Goldman Sachs ou Lehman Brothers sont des banques d'investissement appartenant à ce secteur non régulé. Ce shadow banking fragilise le système financier : en l'absence de réglementation, la prise de risque est plus importante ; une part importante des intermédiaires du shadow banking a des liens avec des banques commerciales. Les banques ont utilisé le shadow banking pour recycler leurs créances sous forme de titres et elles ont créé les « véhicules d'investissement » qui ont servi à la titrisation des prêts. Ces « véhicules » représentent environ 10% du shadow banking.

Document 160 – Le shadow banking

Les innovations financières ont permis aux intermédiaires financiers d'externaliser les risques de leurs bilans et de reporter ces risques sur des agents disposés à les assumer. L'expérience a montré toutefois la dangerosité de ces pratiques parce qu'elles transfèrent le risque d'intermédiaires financiers régulés vers d'autres intermédiaires peu ou non régulés. Rien ne garantit que le porteur final du risque soit suffisamment solide pour prendre en charge ces risques. (...) C'est ainsi, par exemple que le groupe d'assurance américain AIG, après avoir subi des pertes sur le marché des crédits hypothécaires *subprimes* a été mise sous tutelle publique et refinancé par la Fed en 2008 pour tenir ses engagements vis-à-vis des banques américaines et européennes. (...)

L'externalisation des risques de crédit fait peser ceux-ci sur des entités peu ou pas régulées, qui forment ce qu'on appelle aujourd'hui le *Shadow banking*. (...) Les fonds d'investissement (et en particulier les *hedge funds*) constitue la majeure partie (32%) de la sphère non régulée. (...) Le risque des *Hedge funds* résulte de leurs effets de levier important, conjugué à une forte exposition aux institutions financières via des prêts bancaires. C'est le cas du fonds Long Term Capital Management (LTCM) dont la quasi-faillite en 1998 a failli porter un coup dur au système bancaire mondial, ce fonds s'étant endetté pour environ 300 milliards de dollars auprès de 13 banques. Les *véhicules de titrisation* représentent 9% du shadow banking, posent un risque au système financier car (...) il s'est avéré que les banques demeurent *in fine* vulnérables : une banque qui cède des créances à un SIV fournit habituellement à ce dernier une ligne de liquidité pour le bon déroulement de son activité de titrisation. Pendant la crise des subprimes, les banques ont été contraintes, pour des questions de réputation et de risque de contrepartie, de racheter les créances cédées aux SIV et donc de reprendre à leur compte le risque inhérent à ces créances.

Source : J.H.Lorenzi et P.Trainar « *Les nouveaux acteurs de la finance* » in revue Regards croisés sur l'économie n°3, 2008, p.15

Document 161 – Les acteurs non bancaires et la titrisation

La crise des produits structurés amorcée à l'été 2007 montre combien le développement non maîtrisé d'innovations financières, loin de conduire à un système plus robuste et moins risqué, peut au contraire être à l'origine d'une instabilité accrue.

Si le mouvement de globalisation financière et d'intégration des marchés des années 1980 a contribué à améliorer l'allocation des ressources et à réduire les coûts de transaction, l'expérience des dernières décennies témoigne d'une forte instabilité sur les marchés des changes, du crédit et des actions. Par ailleurs, les innovations et les instruments supposés accomplir une meilleure gestion des risques se sont avérés problématiques. Les risques ont été transférés au sein d'une nouvelle sphère financière non régulée ; le système financier est devenu plus complexe et plus intégré, propice aux effets de contagion et à l'accroissement du risque systémique. Surtout, dans leur ensemble, ces nouvelles pratiques financières ont encouragé une prise de risque accrue de la part des institutions financières. Ces dernières années offrent plusieurs exemples de cette instabilité financière comme la crise asiatique de 1997, l'explosion de la bulle technologique de 2000 et la crise des subprimes en 2007, suivie de la crise financière majeure de 2008 et la crise des dettes souveraines en Europe à partir de 2010.

Les innovations ont permis aux intermédiaires financiers d'externaliser les risques de leurs bilans et de reporter ces risques sur des agents disposés à les assumer. L'expérience a montré toutefois la dangerosité de ces pratiques parce qu'elles transfèrent le risque d'intermédiaires financiers régulés vers des intermédiaires financiers peu ou non régulés. Rien ne garantit que le porteur final du risque soit suffisamment solide pour prendre en charge ces risques. Prenons l'exemple d'un crédit (ou d'un titre de dette) assuré contre le risque de défaut par un CDS émis par une société d'assurance. En procédant à l'achat d'un CDS, l'intermédiaire financier qui a accordé le crédit se met à l'abri du risque de défaut du crédit, mais ce risque ne disparaît pas : il est transféré à l'assureur. Durant la crise de 2008, plusieurs sociétés spécialisées dans l'assurance-crédit (les *Monolines*) ont dû être renflouées pour pouvoir maintenir leurs engagements d'assureurs envers le système bancaire. C'est ainsi, par exemple, que le groupe d'assurance américain AIG, après avoir subi des pertes sur le marché des crédits hypothécaires subprimes, a été mis sous tutelle publique et refinancé par la Réserve fédérale en 2008 pour tenir ses engagements vis-à-vis des banques américaines et européennes. (...) L'externalisation des risques de crédit fait peser ceux-ci sur des entités peu ou pas régulées, qui forment ce que l'on appelle aujourd'hui le *shadow banking*. Ce système financier parallèle a connu un développement important et était estimé en 2012 à environ 67 000 milliards de dollars en termes d'actifs. Il représentait environ le tiers du montant total du système financier.

Les fonds d'investissement (en particulier les *hedge funds*) qui enregistrent une croissance rapide depuis les années 1990, constituent la majeure partie (32%) de la sphère non régulée. Il s'agit de fonds d'investissements risqués (...). Le risque des hedge funds résulte de leurs effets de levier important, conjugué à leur forte exposition aux institutions financières via des prêts bancaires. C'est le cas du fonds Long Term Capital Management (LTCM) dont la quasi-faillite en 1998 a failli porter un coup dur au système bancaire mondial, ce fonds s'étant endetté pour environ 300 milliards de dollars auprès de 13 banques auxquelles la Fed a demandé de venir secourir le fonds. Les véhicules de titrisation (SIV) représentent 9% du shadow banking et sont désormais considérés par les régulateurs comme étant des entités qui posent un risque au système financier. La crise a en effet révélé dès 2007-2008 les défaillances du modèle de titrisation. Bien que le schéma juridique de la titrisation suppose que le risque des créances ou autres actifs titrisés est porté par les investisseurs qui acquièrent le titre adossé à la créance, il s'est avéré que les banques demeurent in fine vulnérables : une banque qui cède des créances à un SIV fournit habituellement à ce dernier une ligne de liquidité pour le bon déroulement de son activité de titrisation (notamment pour couvrir les décalages de dates entre les flux entrants et les flux sortants). Pendant la crise des subprimes, les banques ont été contraintes, pour des raisons de réputation et de risque de contrepartie, de racheter les créances cédées aux SIV et donc de reprendre à leur compte le risque inhérent à ces créances.

* on n'abordera pas ici les Money market funds et les Dark pools qui correspondent à environ 25% du shadow banking.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Document 162 – La marchésation des créances renforce l'aléa moral

Au-delà du shadow banking et de la présence d'entités systémiques, le développement de nouveaux instruments financiers comme les dérivés de crédit ainsi que les nouvelles méthodes de financement comme le modèle « originate and distribute » basé sur la titrisation, sont en eux-mêmes susceptibles d'engendrer une plus grande prise de risque de la part des banques, surtout dans un contexte de forte concurrence. L'innovation

financière a ainsi directement contribué à une augmentation des problèmes de sélection adverse et d'aléa moral, comme le montre l'exemple des instruments de transferts de risque de crédit.

Ainsi, une banque, acheteuse de protection contre le risque de défaut d'un emprunteur (CDS), n'a plus la même incitation à bien sélectionner des crédits qu'elle octroie du moment qu'elle est assurée. (...) Conjuguée au renforcement de la concurrence au sein de la sphère financière et à l'abondance de liquidités sur les marchés, la diminution de l'aversion au risque explique les phénomènes de « myopie face au désastre », au sens où les banques vont être incitées à sous-estimer la probabilité de défaut des emprunteurs. L'histoire a montré que de telles tendances s'accompagnent généralement d'un boom du crédit qui est facteur avant-coureur des crises. Cette prise de risque est fortement liée à l'essor de la titrisation, les banques peuvent « marchéiser » leurs créances et en transférer le risque aux investisseurs. Les banques américaines ont ainsi assoupli leurs conditions de crédits hypothécaires en misant d'abord sur l'augmentation des prix de l'immobilier avec l'idée que les emprunteurs pourraient quoi qu'il arrive rembourser leurs prêts en vendant leur bien immobilier. (...) Ces crédits hypothécaires, accordés à des ménages peu solvables, ont ensuite été cédés à des véhicules de titrisation non régulés, les SIV, qui ont permis la prolifération des risques subprimes dans le système financier mondial compliquant ainsi leur traçabilité. (...) Le retournement du marché immobilier s'est traduit au cours de l'année 2006 par une dégradation de la qualité des crédits, entraînant par la suite une dégradation des notations des dérivés de crédits (...) et une aversion généralisée au risque qui a paralysé le marché de la titrisation. Les banques américaines ont été affectées à deux niveaux : d'une part, les SIV, qui étaient dans l'incapacité de se financer, ont dû avoir recours aux banques, qui ont réintégré les actifs transférés à leurs bilans ; d'autre part, les banques qui détenaient elles-mêmes des dérivées de crédits dont la valeur a diminué, ont cherché à s'en débarrasser en les bradant (ventes en détresse), ce qui n'a fait qu'accroître la défiance générale et étendre la crise devenue ainsi une crise systémique mondiale.

Ch. De Boissieu et J. Couppey-Soubeyran, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation.*, 2013

Document 163 – Produits dérivés et asymétries d'information

Les marchés des dérivés de crédit soulèvent d'autres problèmes. La créativité de l'ingénierie financière est sans limites, mais la complexité croissante des produits financiers provoque une situation d'asymétrie d'information entre les vendeurs des titres et ceux qui les achètent. Les premiers connaissent les caractéristiques des titres, pas les seconds. Comme le souligne Akerlof et Shiller dans *Les marchés des dupes* (2016), tant que la confiance, que les acheteurs accordent aux vendeurs, se construit sur la qualité des actifs proposés, ces derniers ne peuvent pas se permettre d'avoir un comportement opportuniste et d'abuser de l'asymétrie d'information. G. Akerlof et R. Shiller montrent à partir de l'histoire de Goldman Sachs, comment les objectifs des « fabricants » de produits financiers ont progressivement changé, ce qu'ils résumant par « l'éthique du « client d'abord » ne va plus de soi ». La titrisation peut avoir pour effet d'augmenter l'aléa moral, mais elle peut aussi augmenter les asymétries d'information. En effet, au moment de la transformation des créances en titres, il est possible de réunir dans des paquets de titres, des créances de nature très différentes en termes de risques, puis de réunir des paquets de titres entre eux et de les vendre sous forme de lots ! Cette technique a deux conséquences : la mesure du risque associé à chaque lot devient très complexe et les créances les plus risquées ont été disséminées un peu partout. Pour le dire plus simplement, tous les détenteurs d'actifs sont contaminés par un virus qui ne s'est pas encore déclaré, mais personne n'est en mesure de dire s'il l'est et à quel niveau. Pour G. Akerlof et R. Shiller, cette complexité est sciemment entretenue par les banques d'investissement à l'origine de ces produits, qui conservent ainsi leur réputation et la confiance de leur client. Les banques d'investissement s'appuient également sur les agences de notation, qui doivent certifier de la qualité des actifs, pour maintenir cette confiance. Mais à partir des années 1970, les agences de notation (comme Moody's) commencent à faire payer leurs clients pour évaluer leurs actifs. Or, les clients attendent que leurs produits soient bien notés. Ce système de notation fait planer des doutes sur d'éventuels conflits d'intérêt. Jean Tirole dans *Economie du bien commun* (2016) écrit « *Manque d'expérience ou conflits d'intérêts ? Difficile à savoir, mais les incitations des agences n'étaient pas tout à fait alignées avec les objectifs du régulateur. (...) La volonté de plaire à des banques d'investissement représentant une partie importante de leur chiffre d'affaires a sans doute aussi joué un rôle néfaste* ».

Source : manuel ESH Studyràma ECE2

4.4.7 – Repenser la régulation du système financier

Document 164 – Les deux objectifs de la régulation des systèmes financiers

Pour Jean Tirole (*Economie du bien commun*, 2016), la régulation du système financier a deux objectifs :

- empêcher les comportements nocifs de certains acteurs sur les marchés financiers (arnaques et manipulations). En France, c'est le rôle de l'AMF (l'Autorité des marchés financiers) ;

- s'assurer de la solvabilité des intermédiaires financiers. Il s'agit de protéger l'épargne des ménages des difficultés que pourraient rencontrer les intermédiaires financiers, protéger les contribuables du coût du refinancement du système bancaire en cas de crise, et d'éviter le coût économique et social d'une crise financière. Cette régulation vise donc la stabilité financière. Avec la création de l'Union bancaire (2014), la BCE s'occupe de la supervision des établissements de taille européenne et l'ACPR (l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) des établissements français de taille « nationale ».

Source : manuel ESH Studyrama ECE2

a) Eviter les comportements nocifs de certains acteurs des marchés financiers

Document 165 – La surveillance des acteurs pour éviter les fraudes et les arnaques

Certains acteurs des marchés des capitaux peuvent chercher à manipuler les marchés, ou utiliser l'information qu'il possède de manière opportuniste (au détriment des autres). Par exemple en 2008, de grandes banques mondiales sont accusées de manipuler le taux de refinancement interbancaire (scandale du Libor) ; en 2008, l'affaire Madoff éclate. Ancien président du Nasdaq, il monte un fonds d'investissement qui fonctionne sur le principe de la pyramide de Ponzi ; en 2013, l'AMF condamne un trader pour délit d'initié à 14 millions d'euros et son informateur à 400 000 d'euros lors de l'OPA de la SNCF sur Geodis ; en 2014 et 2015, les scandales LuxLeaks et SwissLeaks montre que certaines banques profitent des différences de législations nationales pour pratiquer le blanchiment et la fraude fiscale.

Pour G.Akerlof et R.Shiller (*Marchés de dupes*, 2016) « *les arnaques pratiquées sur les marchés financiers sont la principale cause des crises financières qui ont provoqué et provoquent encore les plus grandes récessions. (...) A chaque fois, bien sûr, les histoires sont différentes, ce ne sont pas les mêmes entreprises et les offres diffèrent. Mais cela revient à chaque fois, finalement, au même. Il y a des arnaqueurs et il y a des dupes.* » La surveillance des acteurs des marchés financiers est alors indispensable puisque « *quand les marchés sont totalement libres, la liberté de choix ne va pas sans liberté de tromper et de manipuler.* »

Source : manuel ESH Studyrama ECE2

b) La supervision microprudentielle

Document 166 – L'objectif de la supervision microprudentielle

La supervision dite microprudentielle consiste à agir sur le comportement individuel des acteurs du système financier afin qu'ils ne se retrouvent pas en situation de faire faillite. Le Comité de Bâle a été créé après la faillite de la banque allemande Herstatt en 1974, qui provoque une crise du marché des changes, afin de définir les critères de régulation qui concernent les banques de détails (ou banques commerciales). Ils ne concernent donc pas les établissements qui composent le *shadow banking*.

Source : manuel ESH Studyrama ECE2

Document 167 – Les accords de Bâle I et Bâle II

Le premier accord sur les normes prudentielles que les banques doivent respecter est l'accord de Bâle I (1988). L'idée est de mesurer pour chaque prêt accordé un montant de fonds propres nécessaires en cas de défaillance de l'emprunteur. Les prêts aux Etats sont considérés comme non-risqués et ne nécessite aucune constitution de fonds propres.

Ce premier accord pose néanmoins problème : il ne tient pas compte du fait que les risques des banques ne sont pas seulement des risques de défaillances mais aussi des risques de marché. En outre, il analyse séparément les risques de chacun des prêts, sans considérer que les risques peuvent, par exemple, se compenser.

Un nouvel accord est donc conçu dans les années 1990 et il est mis en œuvre avant 2007, c'est l'accord de Bâle II. L'objectif est d'avoir une meilleure évaluation de la qualité des actifs et des risques et d'intégrer le risque de marché. Pour cela, les banques doivent associer à leur contrôle interne les agences de notation et elles doivent

mettre en œuvre une comptabilité en valeur de marché afin que leur bilan tienne mieux compte l'évolution au cours du temps de la valeur des actifs acquis. Bâle II introduit également une exigence de communication des informations au public pour renforcer la discipline de marché : la diffusion de l'information incite les banques à être vertueuses.

L'objectif des accords de Bâle 1 et de Bâle 2 est de protéger les banques contre un risque d'insolvabilité en constituant des fonds propres.

Source : manuel ESH Studyràma ECE2

Document 168 – Les accords de Bâle III

La crise des subprimes a jeté un doute sur l'efficacité de la supervision microprudentielle mise en œuvre par Bâle 1 et Bâle 2. Ce qui a conduit à un nouvel accord, l'accord de Bâle 3, mis en œuvre depuis 2013. L'accord Bâle 3 introduit une obligation de détention d'actifs sous forme liquide et une obligation de ressources stables (par exemple détenir des titres du Trésor américain). Ce critère a pour objectif de permettre aux banques de pouvoir faire face à une crise de liquidité provenant soit d'un bank run, soit d'un assèchement du marché de refinancement interbancaire (comme ce fut le cas en 2008).

Source : manuel ESH Studyràma ECE2

Document 169 – Les limites de la supervision microprudentielle

Les normes microprudentielles ont un effet pro-cyclique très marqué. Les réserves à constituer sont calculées en fonction du risque estimé associé à chaque série d'actif. En phase de croissance, ce risque est faible, donc la constitution de réserve est aisée. En phase de retournement au contraire, les risques augmentent, ce qui implique un effort de constitution de fonds propres plus important. La contrainte réglementaire devient ainsi de plus en plus difficile à satisfaire. En conséquence, les banques réagissent en fermant le robinet du crédit afin de réorienter une partie de leurs ressources vers le respect des obligations prudentielles. C'est pour cela que certains économistes militent pour la mise en place d'un coussin contra-cyclique de fonds propres.

Bâle 3 introduit, timidement, cet instrument en faisant varier le montant des fonds propres de 0% à 2,5% en fonction du cycle économique. Le coussin contra-cyclique consiste tout simplement à faire augmenter la constitution de fonds propres quand « tout va bien », et donc quand la contrainte de constitution de réserve est faible. Cela permet aux banques de rentrer dans une phase de crise avec un « matelas » de fonds propres, et donc de réduire l'exigence de constitution de fonds propres à ce moment là.

De nombreuses « affaires » ont souligné à quel point le contrôle interne des établissements bancaires pouvait être défaillant dans sa mesure du risque (la Société Générale et l'affaire Kerviel par exemple). Du côté des agences de notation, elles agissent généralement de manière pro-cyclique. Par exemple, dans la phase de boom des crédits subprimes, elles ont toutes donné des notes généreuses aux actifs issus de la titrisation, renforçant la confiance et incitant les échanges pour ces titres.

Il existe une véritable dialectique de la supervision, qui pousse les banques à contourner les contraintes qui leur sont imposées. Dans *Blabla banques* Jézabel Couppey-Soubeyran (2015) rappelle que le lobby bancaire accuse toujours la régulation d'être un frein à la croissance et au bien-être collectif. Les banques cherchent à échapper à la régulation, c'est ce qu'elles ont fait en participant au développement du shadow banking.

Enfin, en se focalisant sur les banques de détails, la régulation omet les autres établissements qui peuvent être cependant de taille systémique. Ainsi au moment de la crise des subprimes, l'Etat américain a dû venir en aide à des établissements ne relevant pas du système de régulation comme la banque d'affaire Bear Sterns. Le cadre d'application de la supervision microprudentielle n'est donc pas assez large.

Source : manuel ESH Studyràma ECE2

c) La supervision macroprudentielle

Document 170 – L'objectif de la supervision macroprudentielle

L'objectif de la supervision macroprudentielle est de tenir compte des interactions entre les établissements. Elle cherche donc à réguler un risque « systémique » (ou global) et non pas seulement « individuel ». La surveillance du risque global consiste à observer comment la chute de la valeur d'un actif détériore l'ensemble des bilans des établissements financiers, comment cette dégradation produit des effets croisés, et comment la perte généralisée qui en découle va paralyser les marchés.

Elle vise également à contrôler l'impact du fonctionnement du système financier sur l'économie réelle.

Document 171 – Le rôle des stress-test

Le stress test est le principal instrument utilisé pour mesurer l'impact des interdépendances entre établissements. Ils sont utilisés pour les banques et les assurances. Aux Etats-Unis, depuis le Dodd-Frank Act de 2010, les résultats des stress tests sont publiés annuellement.

Source : manuel ESH Studyràma ECE2

Document 172 – Encadrer ou interdire certaines pratiques

Comment rendre le système financier moins fragile dans sa globalité ? Il s'agit moins d'éviter le risque d'effet domino que d'empêcher une contamination simultanée de l'ensemble des acteurs du système.

Une première solution consiste à réguler les pratiques de marché qui posent problèmes : c'est-à-dire celles qui peuvent avoir un impact négatif au-delà des agents qui y participent (elles produisent des externalités négatives). La régulation peut avoir pour objectif :

- de standardiser les échanges sur les marchés des dérivés. Près de 75% des échanges sur les marchés des dérivés se fait dans le cadre des marchés de gré à gré. Or, ce type de marché est potentiellement dangereux car à la différence des échanges dans le cadre des chambres de compensation, il ne donne pas lieu à des dépôts de garantie et des appels de marge. Cela signifie qu'en cas de défaillance d'un acteur, les autres en subissent les conséquences. Il serait possible de pénaliser les contrats de gré à gré (avec une taxe par exemple) et de définir des critères de garantie comme pour les chambres de compensation. Ainsi le superviseur a une vision précise des conséquences que la défaillance d'un établissement peut avoir sur la situation des autres établissements.

- de limiter ou interdire certains instruments : la vente à nue de CDS portant sur les défauts de paiements des Etats a été interdite par l'UE en 2011 (la vente à nue consiste à vendre à terme un actif que l'on ne possède pas mais que l'on s'engage à livrer à réalisation du contrat). Aujourd'hui, c'est le *trading haute fréquence* qui fait débat.

Source : manuel ESH Studyràma ECE2

Document 173 – Redéfinir les acteurs soumis à la régulation

La seconde solution consiste à mieux définir les acteurs qui sont soumis à la régulation. Cette question concerne :

- les banques universelles : elles ont à la fois des activités de dépôts et des activités de banque d'affaires (les grandes banques françaises sont des banques universelles). Le risque est de voir des établissements universels mal gérer leurs activités d'investissement d'affaires, faire subir à leur clientèle de dépôts les conséquences de cette mauvaise gestion. Il faut donc séparer correctement au sein des établissements à l'aide d'« une muraille de Chine » les activités susceptibles d'être « sauvées » et celles qui ne doivent pas l'être. L'ancien président de la Fed Paul Volker, le Commissaire européen et gouverneur de la Banque de Finlande Erkki Liikanen ou l'économiste John Vickers défendent la séparation entre banques de détail et banques d'affaire.

- les établissements du shadow banking. Comment faire le tri entre les établissements qui agissent pour eux-mêmes, et ceux qui ne servent qu'aux banques afin de contourner les règles prudentielles ? Une proposition radicale consiste à interdire toute forme de transferts du risque des banques vers l'extérieur et à revenir à un modèle uniquement « originate to hold ». Cela couperait l'herbe sous les pieds des établissements qui servent aux banques à contourner la réglementation bancaire.

- les paradis fiscaux. Une des difficultés pour appliquer une régulation est de pouvoir identifier les établissements qui sont immatriculés dans des paradis fiscaux. Pour les banques de dépôts ou les assurances, il n'y a pas de problème car ces établissements doivent avoir une licence pour exercer leur activité. Pour les autres établissements, par contre, la porte n'est pas fermée pour masquer des informations. Aujourd'hui, la lutte contre les paradis fiscaux porte autant sur les questions de fiscalité que sur celle de stabilité du système financier mais elle progresse très peu.

Source : manuel ESH Studyràma ECE2

Document 174 – Les limites de la supervision macroprudentielle

La mise en œuvre de la régulation macroprudentielle est ambitieuse : elle cherche à limiter ce qui fragilise le système financier dans son ensemble. Elle nécessite pour cela des réformes de grandes ampleurs. Or, aujourd'hui, ces réformes ne sont pas, pour l'essentielle, mises en œuvre. Cette régulation nécessite en outre une coopération internationale afin d'éviter que les écarts de réglementation soient utilisés de manière opportuniste par les acteurs du système financier.

Source : manuel ESH Studyràma ECE2

Document 175 – Le rôle de la banque centrale dans la stabilité financière

Mais la régulation macroprudentielle a également pour objectif d'éviter la paralysie des marchés financiers et le transfert de la crise financière à l'économie réelle. La réalisation de ces deux objectifs conduit de plus en plus à s'interroger sur les objectifs des banques centrales. En Europe, la BCE est devenue, avec l'Union bancaire, le superviseur des établissements financiers soumis à régulation. Faut-il aussi qu'elle fasse évoluer sa politique monétaire pour y intégrer l'objectif de stabilité financière ?

« *La crise financière nous a enseigné que les banques centrales ne pourront plus conduire la politique monétaire sans tenir compte parallèlement de l'incidence de l'instabilité financière sur leur action et des incidences de leur action sur la stabilité financière.* » Jézabel Couppey-Soubeyran dans Monnaie, banques, finance (2009).

Lorsque les marchés manquent de liquidités, que des établissements menacent de faire faillite, l'autorité monétaire intervient. Elle le fait en tant que prêteur en dernier ressort, mais également à l'aide de politiques monétaires expansionnistes. Mais en contrepartie, l'action de PDR génère de l'aléa moral, ce qui renforce la prise de risque des institutions financières, et la liquidité facile et abondante place les agents dans une nouvelle phase de boom du cycle financier. La succession d'actions de la politique monétaire a donc pour conséquence de faire alterner les phases du cycle financier.

Or, les crises financières ont un coût sur la conjoncture et sur la croissance potentielle. Il paraît donc logique de se demander comment la politique monétaire doit agir pour répondre aux chocs négatifs tout en évitant les emballements et la formation de bulles et de cycles de crédit. Le risque est de voir la politique monétaire toujours courir après une stabilité financière dont elle est à la fois la cause et la conséquence. Il est donc nécessaire de réfléchir à l'articulation entre l'objectif de stabilité financière et l'objectif de stabilité des prix (c'est-à-dire de contrôle de l'inflation). Actuellement, seul le dernier compte. Or, comme le signalent Patrick Artus et Marie-Paule Virard dans *La liquidité incontrôlable. Qui va maîtriser la monnaie mondiale ?* (2010) : « *Les politiques de ciblage d'inflation n'évitent ni les bulles, ni les crises financières, elles sont inadaptées à un monde où l'inflation, au moins pour quelques années, est structurellement faible.* »

Comment la politique monétaire peut-elle aussi assurer la stabilité financière ? Quel rôle doit alors jouer la banque centrale ? La réponse à cette question est encore très largement discutée.

Source : manuel ESH Studyràma ECE2