

Globalisation financière, financiarisation et instabilité financière

Matthieu MONTALBAN

Introduction

- **Depuis la fin du système de Bretton-Woods, mouvement quasi-continu de globalisation financière et de financiarisation**
- **En même temps, entre la période de Bretton-Woods et celle post-Bretton Woods, la fréquence des crises bancaires et de change a été multipliée par 2, et encore plus pour les crises boursières (Lecaillon, Lepage & Ottavj, 2008)**

Définitions

- Libéralisation financière : mouvement de réduction des contraintes liées au placement de l'épargne
- Globalisation financière : interdépendance croissante entre les marchés financiers nationaux, permettant une mobilité internationale des flux de capitaux financiers
- Financiarisation : processus par lequel l'accumulation du capital est de plus en plus subordonnée aux mouvements du capital financier et prend une forme financière

- **Instabilité** : on dit qu'un équilibre est instable quand :
 - Un choc ou un écart minime à l'équilibre conduit à s'en éloigner de plus en plus
 - Quand le fonctionnement « normal » d'un système produit des crises/ruptures d'équilibre endogènes

Introduction

- Quelles sont les raisons et les formes de ce mouvement de globalisation financière et de financiarisation?
- En quoi produit-t-il de l'instabilité?
- Quelles formes de régulation de cette instabilité sont efficaces?

I. La globalisation financière et sa justification

- A. Les étapes de la libéralisation financière
- B. Les différents marchés financiers et actifs
- C. Les justifications théoriques

II. Les sources et formes de l'instabilité financière

- A. Le problème d'évaluation et les bulles spéculatives
- B. Les sources de l'instabilité bancaire
- C. Le risque systémique, l'hypothèse d'instabilité financière et le capitalisme financiarisé
 - 1. Le risque systémique
 - 2. L'hypothèse d'instabilité financière et les prises de risques excessives

III. Les différentes formes de régulations et leurs limites

- A. Les régulations macro-prudentielles
- B. Les régulations micro-prudentielles

I. La globalisation financière et ses justifications

A. Les étapes de la libéralisation et de la globalisation financière

- Si la globalisation financière est probablement la plus importante, elle ne fut pas la première
- Avant la guerre de 14, le capitalisme avait connu une première phase de globalisation financière très avancée : le stock d'actifs étrangers des pays industrialisés dépassait 50% du PIB ; 80% des exportations de capitaux étaient des investissements de portefeuille ; rôle des banques
- Certains pays avaient même un très fort déséquilibre de la balance courante

A. Les étapes de la libéralisation et de la globalisation financière

- Après la crise de 29 et la 2^o GM, mouvement de régulation financière et de contrôle des mouvements de capitaux
- La période fordiste : forte régulation financière, économie d'endettement, très réglementée et de financement bancaire
- La crise du fordisme va amener une libéralisation financière

A. Les étapes de la libéralisation et de la globalisation financière

- Etape 1 : changes flottants et fin du régime de Bretton Woods : un nouveau régime de change flottant et incertain
- Etape 2 : changements des politiques monétaires : le monétarisme

A. Les étapes de la libéralisation et de la globalisation financière

- LES 3 D
- Déréglementation = fin des contrôles de change, simplifications administratives...
- Désintermédiation = recours à un « financement » de marché, titrisation, innovation financière et produits dérivés, investisseurs institutionnels
 - Libéralisation des marchés monétaires et interbancaires
 - Marchés boursiers et obligataires pour faciliter le financement public et privé
 - Marchés de produits dérivés (MONEP ; MATIF)
- Décloisonnement : liquidité plus grande des marchés, facilités pour s'investir d'une classe d'actifs à une autre, mobilité des capitaux et globalisation financière

A. Les étapes de la libéralisation et de la globalisation financière

- « Big Bang » des places financières
- Mouvement continu de libéralisation financière dans chaque pays et mobilité internationale croissante des capitaux
- Constitution d'acteurs mondiaux de la finance (investisseurs institutionnels, grandes banques...)

B. Les différents marchés financiers et actifs

- Chaque marché correspond à une classe d'actifs
- Marchés :
 - Des changes
 - Monétaires
 - Actions
 - Obligataires
 - De produits dérivés
 - Matières premières

B. Les différents marchés financiers et actifs

- Le marché des changes :
 - Achat/vente de devises
 - Cours acheteurs et vendeurs
 - Cours spot (au comptant) et forward (à terme)

- **Marché interbancaire :**
 - Échange de monnaie à court terme entre les banques
- **Titres courts :**
 - Certificats de dépôts
 - Titres de créances négociables

Marchés actions & obligations

- Distinguer marché primaire (émission de nouvelles actions ou obligations) et secondaires (la Bourse)
- Action : titre représentatif de la propriété des entreprises, donnant droit de vote en AG et au dividende
- Obligation : titre de dette d'un agent, donnant droit à versement d'intérêt (coupon)
- Possibilité de titres plus sophistiqués (sans droit de vote, convertibles etc)

Marchés de produits dérivés

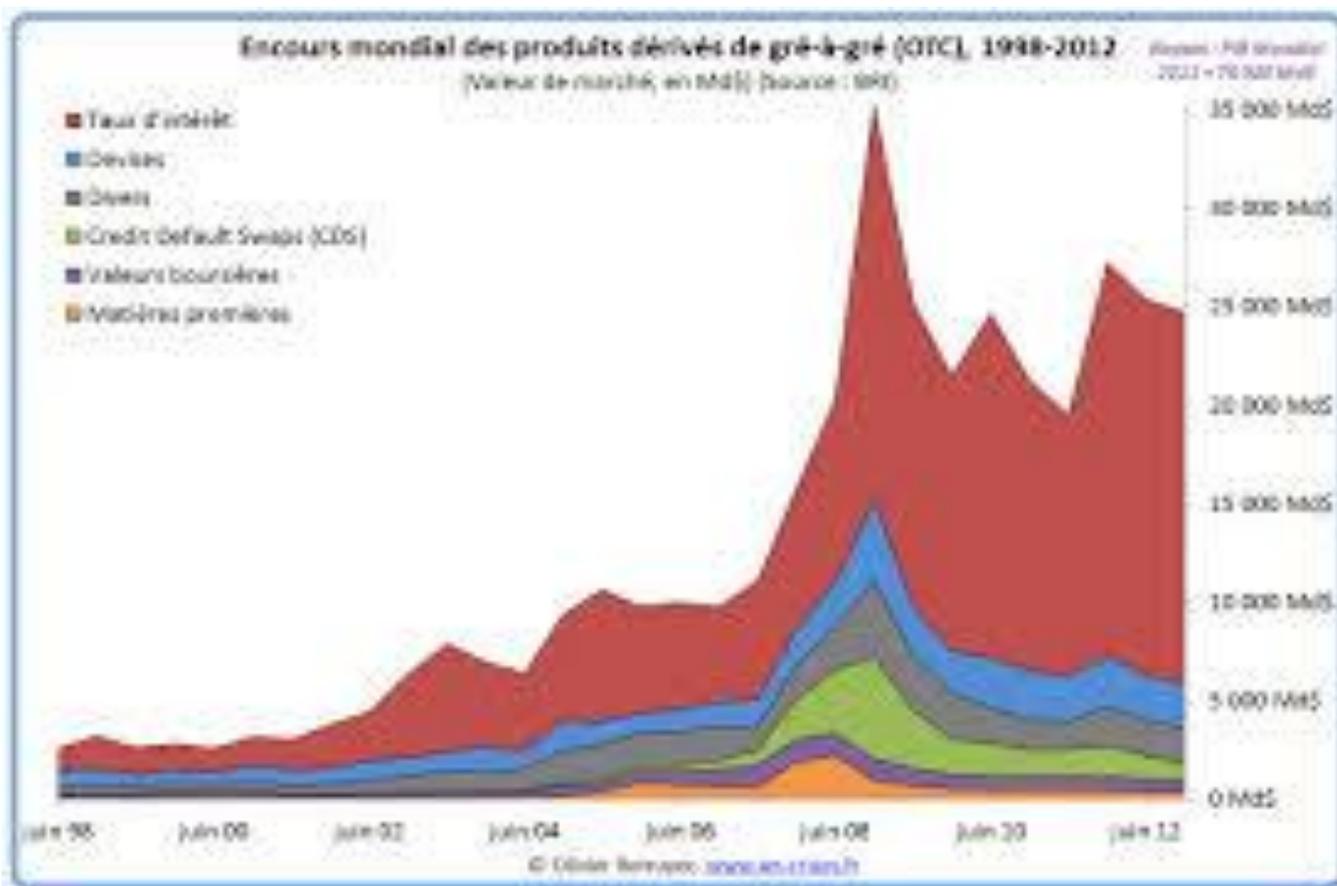
- Marchés qui se sont développés pour se couvrir contre la volatilité des taux, liée à la libéralisation financière : face à l'instabilité des marchés, on développe de nouveaux marchés
- De nombreux types de titres, très variés
- Dérivé = un titre adossé à un autre actif, appelé sous-jacent
- Le plus souvent, des formes d'assurance contre la variation du cours du sous-jacent
- Exemple : l'option = droit mais non l'obligation d'acheter ou vendre à terme un actif sous-jacent à un prix déterminé à l'avance

- Credit Default Swap
- Futures
- Warrants
- Swap de taux
- Asset-Backed Securities (ABS)
- Titrisation : transformation d'un crédit en titre échangeable sur les marchés
- ...

L'hypertrophie de la finance avant la crise

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Economie financière</i>						
Marchés dérivés	693,1	874,3	1 152,3	1 406,9	1 808,0	2 288,0
Marché des changes	408,2	754,0	936,3	1 112,4	876,9	1 058,3
Marchés financiers	39,3	33,3	42,3	55,2	65,8	77,9
<i>Economie réelle</i>						
PIB mondial	32,3	37,0	41,6	44,8	48,4	54,3
Transactions totales	1 172,9	1 698,6	2 172,5	2 619,3	2 799,1	3 478,5

Les dérivés OTC



Plus généralement

- Tous les marchés financiers (au moins actions, obligations, dérivés et monétaires) sont des marchés de promesses
- Ils engagent donc une relation entre présent et avenir (épargne comme renoncement à la consommation présente)
- Ils sont fondamentalement risqués, puisque l'avenir est incertain et que la valeur d'une promesse est a priori inconnue

C. Les justifications théoriques à la libéralisation financière

- Les fonctions de la finance :
 - Financer l'investissement en mettant en relation agents à besoin et capacité de financement
 - Transmettre et conserver un patrimoine dans le temps
 - Gérer/transférer les risques
 - Fonction de socialisation de l'épargne
 - Fonction de paiement/réglement

C. Les justifications théoriques à la libéralisation financière

- Gurley & Shaw ; McKinnon
- Libéralisation financière doit permettre aux banques :
 - De fixer le vrai prix de l'épargne
 - Améliorer l'allocation de l'épargne vers l'investissement (si taux d'intérêt insuffisants, risque de rationnement du crédit)

C. Les justifications théoriques à la libéralisation financière

- Globalisation financière doit permettre à l'épargne de financer les pays à besoin de financement (PED) pour assurer leur croissance
- Les régimes de change flexible doivent permettre un ajustement efficace des BDP

C. Les justifications théoriques à la libéralisation financière

- L'hypothèse d'efficience des marchés financiers de Fama :
 - Les prix reflètent correctement l'ensemble de l'information dans l'économie => allocation efficace
 - Pas de possibilité de battre le marché : les gains anormaux sont éliminés car l'information est incorporée dans les cours
 - Pas de prévisibilité des cours

C. Les justifications théoriques à la libéralisation financière

- Des marchés profonds doivent permettre :
 - Une meilleure allocation de l'épargne
 - Une meilleure diversification de son portefeuille de risque pour l'agent
 - Un marché plus liquide
 - Une meilleure évaluation des actifs et de leur prix
 - Une réduction des coûts de transactions et donc des coûts de financement

C. Les justifications théoriques à la libéralisation financière

- Les « bienfaits » de la spéculation et de l'arbitrage :
 - Arbitrage permet de tendre vers un prix unique, de diminuer les *spreads* (loi du prix unique)
 - Spéculation augmente la liquidité et diminue le coût de financement
 - Spéculation comme couverture du risque et assurance
 - Spéculation stabilisatrice (Friedman)

C. Les justifications théoriques à la libéralisation financière

- Cependant, tous ces arguments reposent sur des hypothèses spéciales, pas toujours vérifiées, sur le fonctionnement effectif des marchés.
- Il existe au contraire des sources d'instabilité financière pouvant annuler les « bienfaits » de la libéralisation financière

II. Les sources de l'instabilité financière

Instabilité intrinsèque ou efficience des marchés financiers ?

- Dans les 80's-90's : croyance dans l'efficience des marchés financiers
- Mais récurrence des crises => reconsidérer leur instabilité et leur inefficience
- La plupart des problèmes : la gestion du risque (prises de risque trop élevées) liée au manque d'informations/une mauvaise évaluation
- Nous prendrons de nombreux exemples dans la crise des subprimes où presque tous les problèmes ont été rencontrés, mais aussi d'autres exemples

A. Les problèmes d'évaluation et des bulles spéculatives

- Tout titre = promesse => comment évaluer une promesse?
- Les marchés financiers sont des marchés d'opinion sur des promesses
- En théorie et en connaissant les probabilités d'occurrence des phénomènes :
$$p_t = \sum_{i=t}^T \frac{E(DPA_i)}{(1+r)^{i-t}}$$

A. Les problèmes d'évaluation et des bulles spéculatives

- Or, pour connaître cette valeur fondamentale ou qu'elle s'applique sur un marché, il faut :
 - Avoir les bonnes informations
 - Connaître le « vrai » modèle de l'économie, et donc les vrais risques
 - Que les agents soient rationnels et prennent des décisions qui ne soient influencées que par les informations pertinentes et uniquement par cette valeur fondamentale

A. Les problèmes d'évaluation et des bulles spéculatives

- Les problèmes de l'asymétrie d'information & les markets of lemons :
 - Aléa moral
 - Sélection adverse
- Conséquences :
 - Impossibilité de déterminer la qualité => impossibilité de déterminer le « juste » prix
 - Disparition du marché (ex : rationnement du crédit pendant la crise des subprimes) ou prises de risques trop importantes (sous-évaluation)

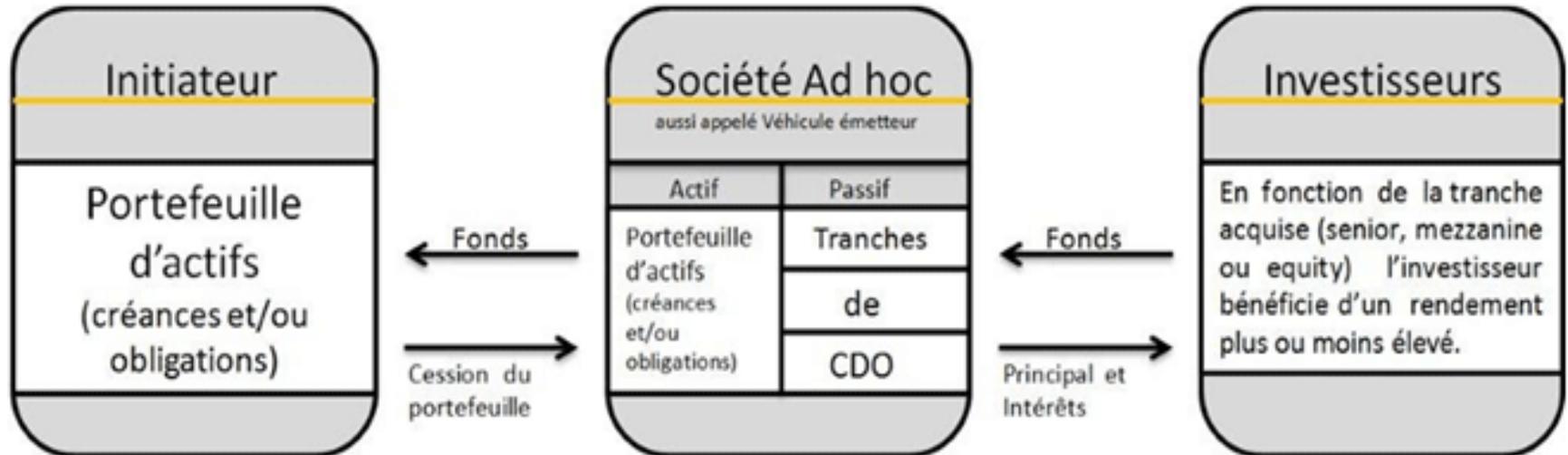
A. Les problèmes d'évaluation et des bulles spéculatives

- Comme il y a asymétrie d'information, des agents se sont spécialisés dans l'évaluation/certification :
 - Comptables
 - Agences de notation (opinion sur les emprunteurs)
 - Analystes financiers (opinion sur la valeur boursière des entreprises)
 - AMF
 - Cotation avec prospectus

A. Les problèmes d'évaluation et des bulles spéculatives

- **Info imparfaite pour de nombreuses raisons, notamment liées à la finance elle-même :**
 - Innovation « réelle »
 - Conflits d'intérêt
 - (cf. agences de notation ; analystes financiers)
 - Complexité d'évaluer des innovations financières
 - Ex : les options ; les CDO CDO & SPV : produits de titrisation hors bilan
 - Normes comptables et hors bilan:
 - Goodwill et évaluation des actifs à la valeur de marché ; évaluation des dérivés de taux
 - Le shadow banking et l'OTC (ex : SPV)

CDO & SPV : produits de titrisation hors bilan



A. Les problèmes d'évaluation et des bulles spéculatives

- Même si l'info est correcte, reste le problème du modèle (croyance) utilisé :
 - Si incorrect, mauvaise évaluation des bénéfices et des risques
 - ...d'où mauvaise allocation du capital et prix différent de la valeur fondamentale du titre
- Ex :
 - Modèle inadéquat de prévision du prix des maisons => mauvaise évaluation du risque de crédit

A. Les problèmes d'évaluation et des bulles spéculatives

- Friedman prétend que la spéculation est stabilisatrice car il est rationnel de vendre « haut » et d'acheter « bas »
Spéculation stabilisatrice ou déstabilisatrice?
- Mais le fonctionnement des marchés financiers est prompt à engendrer des bulles, c'ad une écart croissant entre le cours et la valeur fondamentale car :
 - Incertitude sur la valeur fondamentale et sur le « vrai » modèle
 - Les investisseurs anticipent ce que font les autres investisseurs
 - Contestations de l'efficience des marchés (effet lundi ; effet janvier ; rendement small cap vs blue chips ; caractère prédictif des données passées etc)



Spéculation stabilisatrice ou déstabilisatrice?

Cours du titre

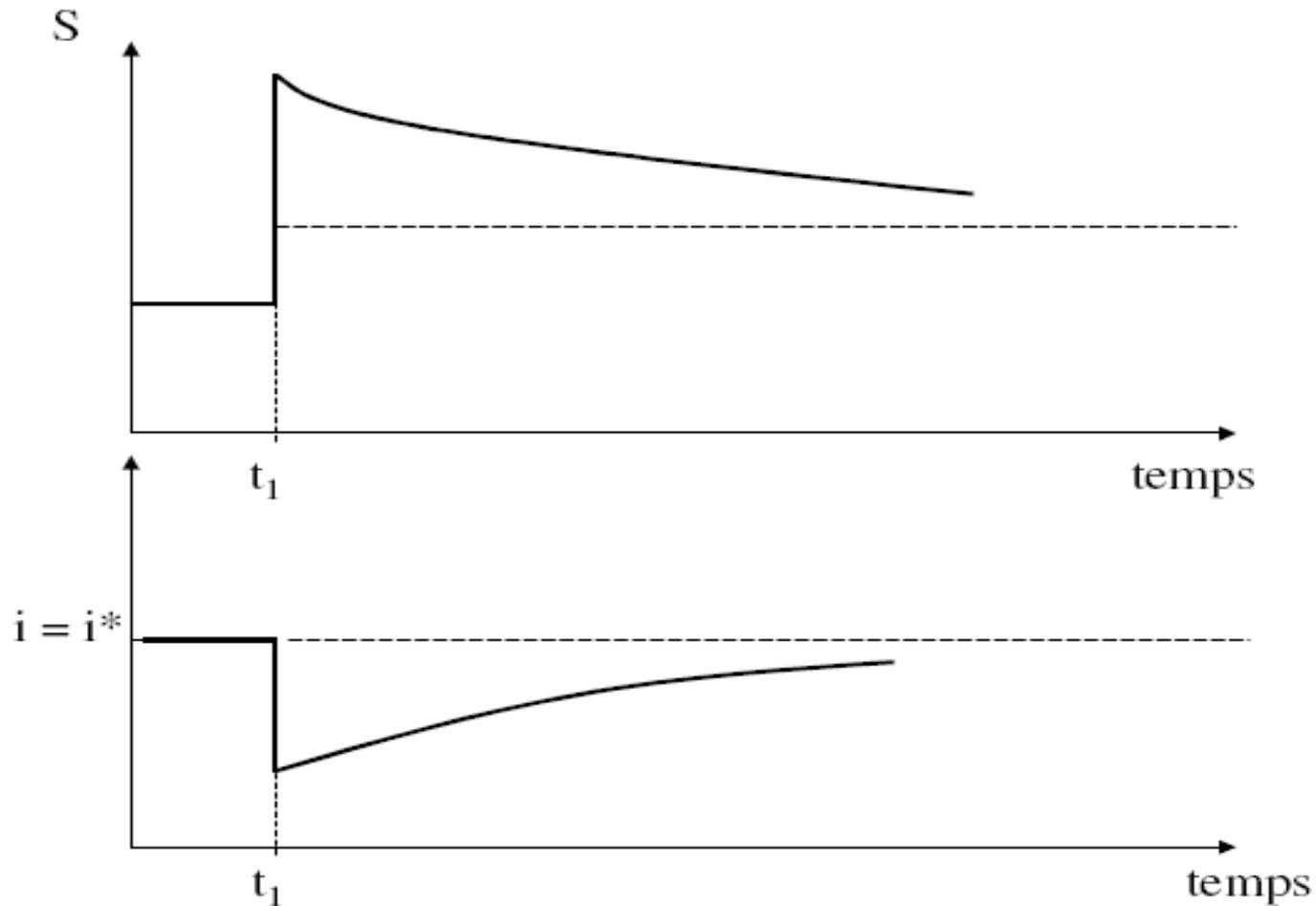


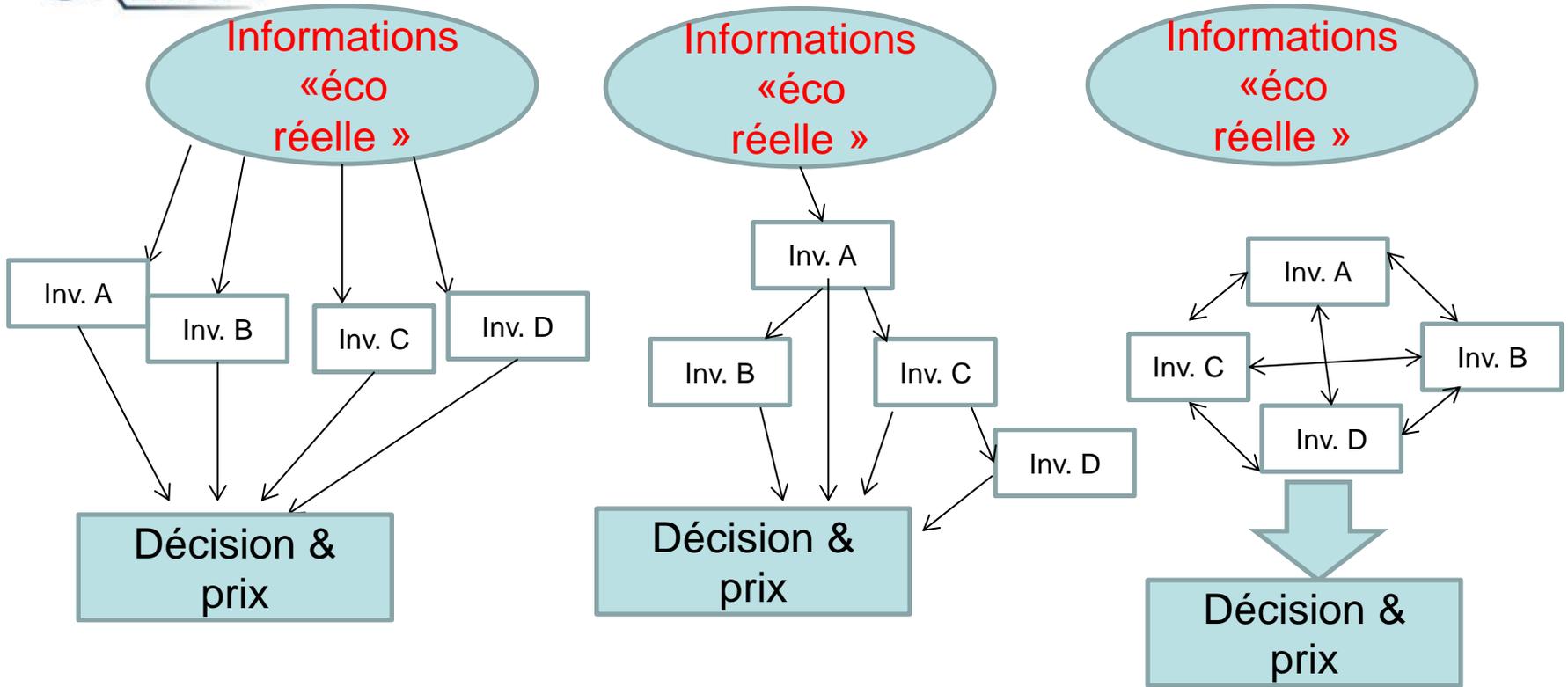
Temps

- Les bulles et la rationalité des agents :
 - Bulles « rationnelles » : équilibres multiples
 - Surréactions des taux de change Surréaction
 - Fondamentalisme, mimétisme Autoréférentialité :
 - Prophéties autoréalisantes et tâches solaires
 - « esprits animaux » et finance comportementale :
 - biais cognitifs (biais de représentativité, biais de cadrage, de disponibilités etc) « overconfidence », biais domestique, sous-pondération de certains risques,
 - émotions & contagions mimétiques etc...Diapositive 38

Surréaction

FIG. 4.1 – Overshooting



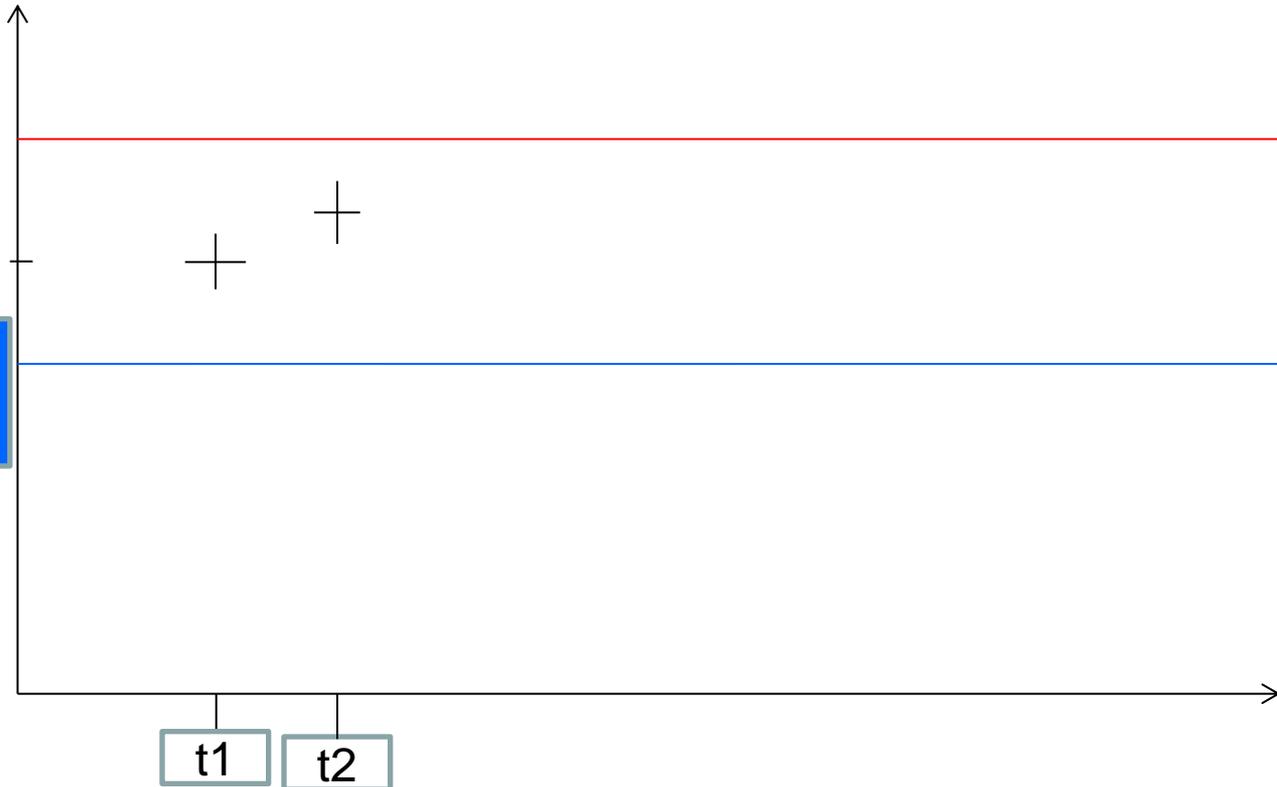


Autoréférentialité : dans cette situation, si la majorité croît (à tort) que la valeur fondamentale est supérieure au prix de marché, mais qu'un agent connaît la « vraie » valeur, celui-ci est tout de même incité à acheter pour faire une plus-value supplémentaire => bulle

Valeur « majoritaire » anticipée

Prix de marché

Valeur fondamentale

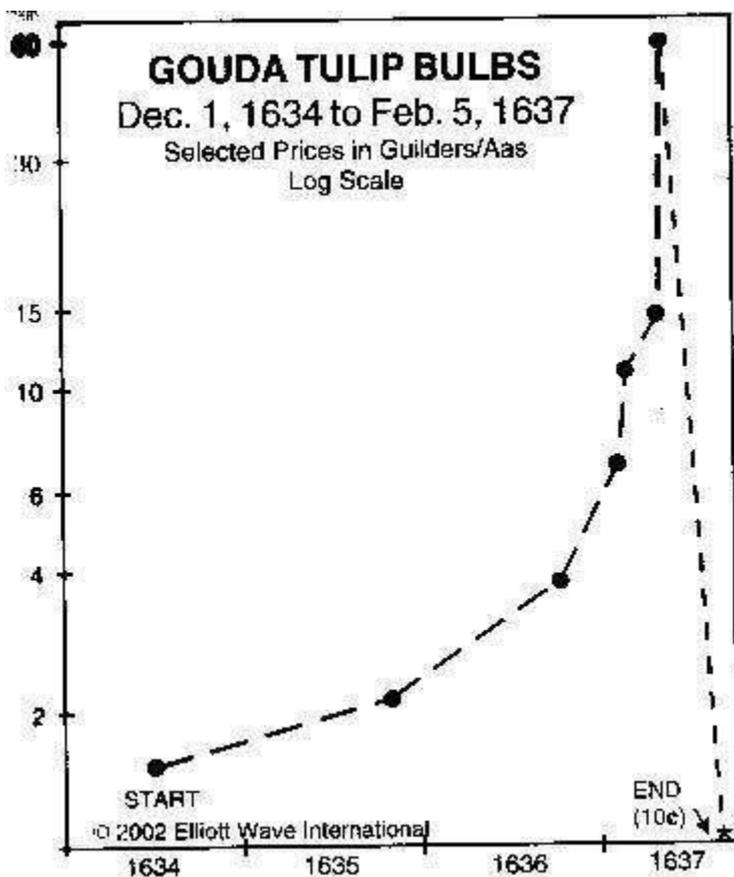




KAL 89 BALTIMORE SUN
C.W. SYNDICATE



Tulipomanie & bulle Internet



Les attaques spéculatives contre le change

- Si les spéculateurs anticipent que les autorités ne pourront pas maintenir le change => vente de devises => les autorités utilisent leurs réserves de change pour soutenir la monnaie jusqu'à ce qu'elles doivent effectivement dévaluer + réduction de la masse monétaire
- Le problème des crises de change est qu'elles peuvent amener des crises bancaires et des pertes de compétitivité amenant des crises de BDP (ex : crise asiatique)

B. Les sources de l'instabilité bancaire et des acteurs financiers

- Le métier de la banque est un métier risqué car transformation des échéances : dépôts à CT (passif) transformés en crédits à LT (actifs)
 - ⇒ Nécessité de maintenir la liquidité
 - ⇒ Risques de contreparties (mauvais emprunteurs)
- En plus de cela, si elles ont des activités de marché, elles sont sujettes aux risques de marché et au risque de change, à la volatilité

B. Les sources de l'instabilité bancaire

- La ruée bancaire/course au guichet : prophétie autoréalisante liée à une perte de confiance dans la banque de faire face à ses engagements
- Si tout le monde veut retirer ses dépôts, la banque ne pourra faire face faute de billets en nombre suffisant (réserves fractionnaires)

Exemples de ruées bancaires



- Fondamentalement, monnaie = confiance
= croyance dans la liquidité

- Donc, si la défiance s'installe, la monnaie perd sa valeur et les banques sont fragilisées

B. Les sources de l'instabilité bancaire

- Les banques sont aussi sujettes au risque de contrepartie
- Si réalisé, ce risque doit être compensé par des fonds propres supplémentaires
- L'activité bancaire : un effet de levier élevé (supérieur voire très supérieur à 10)

Bilan bancaire

Au bilan	
Actifs	Passifs
Crédits <ul style="list-style-type: none"> ➤ Hypothèques ➤ Prêts à la consommation ➤ Crédits aux entreprises ➤ Crédits aux pouvoirs publics 	Fonds propres <ul style="list-style-type: none"> ➤ Capital-actions ➤ Etc.
Actifs liquides <ul style="list-style-type: none"> ➤ Actions, obligations d'entreprises ➤ Obligations d'Etat ➤ Créances interbancaires ➤ Etc. 	Fonds de tiers, composés de : <ul style="list-style-type: none"> ➤ Dépôts <ul style="list-style-type: none"> > Dépôts de la clientèle > Bons de caisse ➤ Instruments financiers <ul style="list-style-type: none"> > Obligations > Dérivés ➤ Financement marché interbancaire
Autres actifs <ul style="list-style-type: none"> ➤ Immobilier ➤ Dérivés ➤ Goodwill ➤ Etc. 	
Total du bilan	Total du bilan

Les hedge funds

- Fonds spéculatifs pratiquant une gestion alternative :
 - Vente à découvert
 - Effet de levier
 - Arbitrage
 - Utilisation de produits dérivés
 - Investissement dans des actifs volatils ou peu liquides
- Peu transparents, leur gestion est très risquée
- 18% des 9000 hedge funds appartiennent aux banques

- Les risques pris par les banques et les hedge funds posent la question du risque systémique

C. Le risque systémique, l'hypothèse d'instabilité financière et le capitalisme financiarisé

- **1. Le risque systémique**

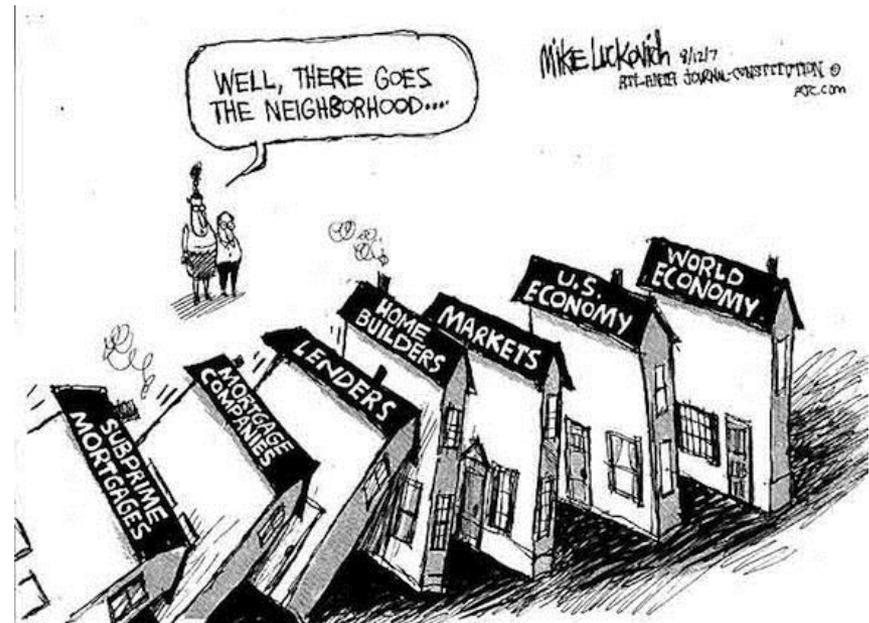
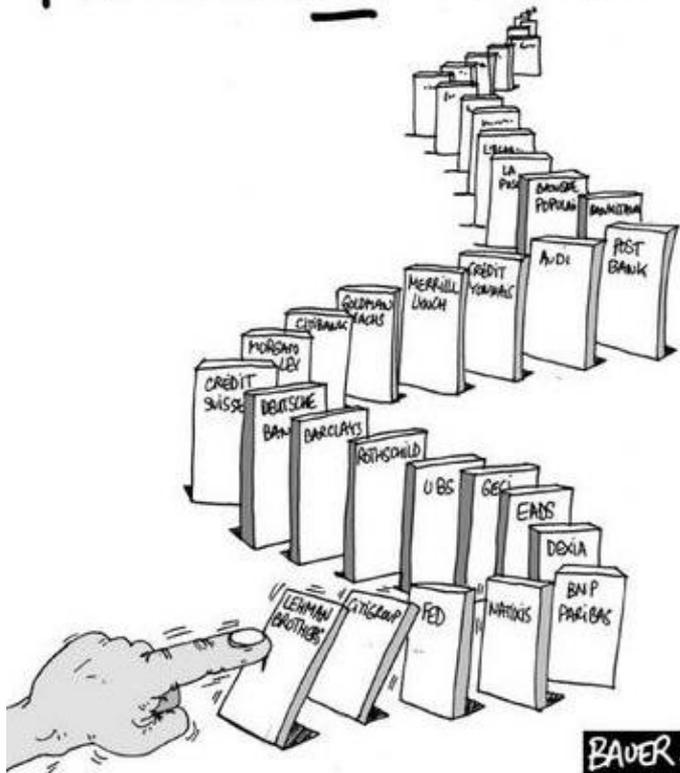
On désigne par risque systémique le risque qu'un événement particulier finisse par entraîner l'effondrement successif de tout le système financier

1. Le risque systémique

- Normalement, la diversification & les produits dérivés permettent :
 - De réduire l'exposition au risque spécifique de chaque actif
 - De se couvrir individuellement
- Mais attention !!!:
 - Le risque ne disparaît pas, il est transféré à un autre acteur
 - Une meilleur couverture du risque pousse à prendre plus de risques collectivement!
 - Le risque systémique est non diversifiable

La matérialisation du risque systémique : l'effet domino

LA CRISE BOURSIÈRE
MONDIALE SE POURSUIT...



1. Le risque systémique

- Si un acteur endetté fait défaut, ses créanciers subissent des pertes et certains peuvent faire défaut, amenant leurs créanciers à être à leur tour en difficultés...
- Lorsque ce sont les banques qui font défaut, le système de paiement et de crédit sont mis en difficulté, amenant la récession... qui amène de nouveaux défauts

1. Le risque systémique

- Si souvent, il implique une crise bancaire, son origine peut aussi venir de crises de change
- Si endettement en monnaie étrangère via entrée de capitaux : retournement de confiance => attaques spéculatives sur le change et fuites de capitaux => épuisement des réserves de change => dévaluation & restriction du crédit => augmentation de la valeur des dettes externes => faillites en cascade

(ex : la crise asiatique)

2. L'hypothèse d'instabilité financière et les prises de risques excessives



- Hypothèse d'instabilité financière de Hyman Minsky : la dégradation endogène des bilans des acteurs économiques

2. L'hypothèse d'instabilité financière et les prises de risques excessives

- Distinction structures couvertes, spéculatives et Ponzi
- Le métier des banques : faire circuler les liquidités (diminuer la PPL) en proposant des innovations financières (ex: titrisation)
- Concurrence des banques pour les parts de marché poussent aux innovations financières et à offrir du crédit

2. L'hypothèse d'instabilité financière et les prises de risques excessives

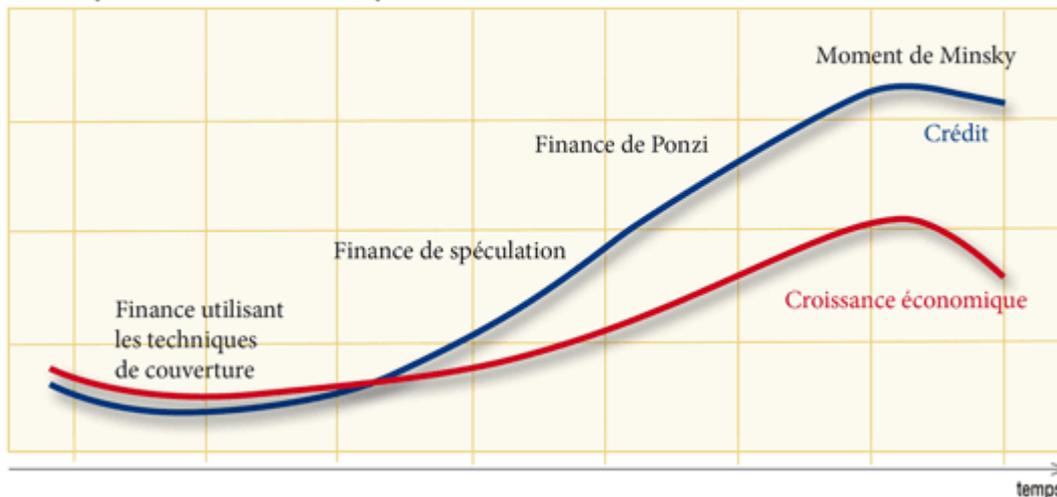
- En situation couverte, si confiance (ex : innovation techno), augmentation du crédit, gonflement des prix d'actifs, investissement, consommation et croissance...
- ...les acteurs demandent des libéralisations, de réduire les réglementations, ce qu'il est difficile de refuser du fait de la prospérité...
- ...passage à des structures financières spéculatives, voire Ponzi = fragilisation financière

3. L'hypothèse d'instabilité financière et les prises de risques excessives

- Elévation progressive des taux d'intérêt face à l'endettement amène des difficultés pour les unités Ponzi...
- Une unité Ponzi fait défaut...entraînant la faillite de plusieurs institutions financières...c'est le « moment Minsky »

Le moment Minsky

Le cycle de Minsky



2. L'hypothèse d'instabilité financière et les prises de risques excessives

- ...restriction du crédit (course à la liquidité, ventes en cascade pour améliorer les bilans) et chute du prix des actifs...
- D'où baisse de l'investissement et de la consommation, récession et déflation...
- ...qui augmente encore le poids réel des dettes et le nombre de faillite...grande dépression

2. L'hypothèse d'instabilité financière et les prises de risques excessives

- La crise financière et la fragilisation des structures financières sont endogènes = le paradoxe de la tranquillité
- D'autant plus que les techniques financières de diversification et titrisation augmentent le risque systémique en permettant de mieux gérer le risque individuel

3. Capitalisme financiarisé et instabilité

- Montée du pouvoir des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat des sociétés + patrimoine financier des ménages
- => corporate governance & valeur actionnariale, d'où :
 - Augmenter les dividendes et rachats d'actions
 - Effet de levier pour accroître ROE
 - Sensibilité de l'investissement au Q de Tobin et rationnement en fonction de la rentabilité
 - Sensibilité de la consommation au crédit et au prix des actifs
 - Captation des profits par les sociétés financières, qui prennent un poids croissant

3. Capitalisme financiarisé et instabilité

- Dès lors, l'entretien des bulles et de l'endettement est nécessaire à la croissance
- Tout éclatement de la bulle amène une très forte récession
- Fragilité financière beaucoup plus forte : économie typiquement minskyenne

III. Les différentes formes de régulations et leurs limites

III. Les différentes formes de régulations et leurs limites

Principales catégories de régulations prudentielles :

- Les régulations macroprudentielles
- Les régulations microprudentielles

	Perspective macroprudentielle	Perspective microprudentielle
Objectif immédiat	Limiter la crise financière systémique	Limiter les difficultés individuelles des institutions
Objectif final	Éviter les coûts en termes de PIB	Protéger le consommateur (investisseur/déposant)
Caractérisation du risque	Considéré comme étant dépendant du comportement collectif (« endogène »)	Considéré comme étant indépendant du comportement des individus (« exogène »)
Corrélations entre les institutions et expositions communes	Importantes	Sans objet
Calibrage des contrôles prudeniels	En termes de risque systémique : du haut vers le bas (<i>top-down</i>)	En termes de risques propres à chaque institution : du bas vers le haut (<i>bottom-up</i>)

Source : Borio (2003)

III. Les différentes formes de régulations et leurs limites

- Microprudentiel : on calcule les risques de pertes sur un titre ou un acteur particulier
- Macroprudentiel : on regarde la concentration des risques de l'ensemble du portefeuille et du système
- NB : chaque institution financière peut être saine alors que l'ensemble du système non

A. Les régulations microprudentielles

- Assurance des dépôts : limiter les conséquences pour les particuliers d'une faillite bancaire
- Limites :
 - ne peut fonctionner en cas de faillite globale du système
 - Critiques libérales : une assurance privée surveillerait mieux les banques et prises de risque (pas certain)

A. Les régulations microprudentielles

- **Bâle & ratio de fonds propres :**
 - **Objectif : limiter le levier et les prises de risque**
 - **Bâle III :**
 - **déterminer les besoins en fonds propres en fonction du risque de contrepartie en période stressée**
 - **Exigences supplémentaires pour absorber des pertes éventuelles**

A. Les régulations microprudentielles

- Bâle III & liquidité : (Liquidity Coverage Ratio) : avoir un encours suffisant en actifs de haute qualité liquide pour faire face à une crise de liquidités de 30 jours
- Mieux intégrer le hors bilan

- Régulations privées agences de notations etc :
 - Doit permettre d'évaluer le risque d'un titre
 - Mais pbm de conflits d'intérêt : payées par les sociétés qu'elles évaluent

A. Les régulations microprudentielles

- Séparer les banques de dépôt des banques d'investissement (Glass Steagal Act)
- Limiter la prise de risque pour les banques de dépôt et donc limiter la contagion
- Loi française très timorée
- Limites :
 - Lehman Brothers n'était pas une banque de dépôt, mais cela n'a pas empêché la crise
 - Northern Rock, banque de détail, a fait faillite suite à la crise des marchés immobiliers
 - Certains considèrent le modèle universel plus sûr et résilient
 - Interconnexions très fortes entre les compartiments de marché rend la séparation délicate

B. Les régulations macroprudentielles

- Le prêteur en dernier ressort et le problème du « too big to fail » :
- Le risque systémique se matérialise quand un agent suffisamment grand fait défaut (ex : Lehman Brothers, LTCM...).
- Ce type d'acteur est dit « too big to fail », car son défaut entraîne le défaut des autres.
- Dans ce cas, la banque centrale doit intervenir pour le sauver

B. Les régulations macroprudentielles

- Problème :
 - Le risque d'aléa moral : si on sait qu'on sera sauvé, on prend plus de risques
 - Si on est au bord de la faillite, on peut tenter « le tout pour le tout », ce qui augmente encore les prises de risque
 - savoir correctement évaluer le risque pour la BC
 - Risque d'alimenter les prochaines bulles...

Too big to fail or too interconnected to fail?

- En réalité, on peut laisser un agent grand aller au défaut s'il n'est pas trop interconnecté...
- ...même si en général, les deux vont ensemble...
- ...mais difficile de connaître les degrés d'interconnexion (cf marchés de gré à gré, hors bilan etc...)

Prévenir les bulles et mesures contra-cycliques

- Limiter le caractère pro-cyclique du système financier
- Détecter les bulles : oui, mais comment savoir qu'un prix s'éloigne des fondamentaux quand on ne les connaît pas?
- Relèvement des taux d'intérêt : oui, mais quand? Trop tard, on précipite la chute des unités Ponzi...

Prévenir les bulles et mesures contra-cycliques

- Moduler les exigences de fonds propres en période de prospérité (élevée) vs récession (plus faible)?
- Coussin de fonds propres supplémentaires pour les banques « systémiques » (à détecter)
- Provisionnement prospectif

Prévenir les bulles et mesures contra-cycliques

- Pbm des normes comptables mark to market qui augmentent la cyclicité :
 - En période de prospérité, survalorisation des titres incite à prendre des risques
 - En crise, sous-valorisation induit d'inscrire des pertes importantes et de provisionner encore plus

C. Propositions hétérodoxes

- Des propositions plus radicales existent
- Certaines sont de plus en plus discutées
- ...et combattues par le secteur financier

Les propositions ultralibérales

- Supprimer toute forme de réglementation financière et retour au free banking avec 100% monnaie car :
 - Conduit à l'aléa moral et des prises de risques trop importantes ; chacun doit assumer les risques qu'il prend (ex: assurance des dépôts, prêteur en dernier ressort, soutien du marché immobilier etc...)
 - Manipulations monétaires de la BC sources d'instabilité
 - Caractère néfaste du système des réserves fractionnaires : « fausse monnaie », développement trop important du crédit
 - Spéculation stabilisatrice

Taxe Tobin

- Taxe sur les transactions financières : renchérir le coût de transaction pour limiter le nombre de transactions et la spéculation
- Marchés visés : Change, actions, obligations & dérivés
- Possibilité de taxe à taux variable selon les périodes
- Avantages :
 - Réduction du nombre de transactions et la multiplication des dérivés
 - Élimine le trading à haute fréquence
 - Manne fiscale potentiellement importante si appliquée aux marchés de change et de produits dérivés

Taxe Tobin

- La TTF européenne : désarmée suite au lobbying bancaire fr
- Critiques :
 - Réduirait la liquidité
 - Augmenterait le coût de financement
 - Augmenterait la volatilité
 - Risques de fuites des activités financières vers les zones non-taxées

- Séparation bancaire complète :
 - Séparation capitalistique
 - Pas de relations de crédit entre banques d'affaires et de dépôt
 - Deux marchés interbancaires différents
 - Des taux d'intérêt différents pour le refinancement

- Malus en face des bonus
- Dététrisation
- Interdiction de la vente à découvert
- Déléviérisation (notamment sur dérivés par dépôt de marge)
- Interdiction des CDS à nu
- Système socialisé du crédit (banques coopératives avec mission de service public et garantie étatique)
- Limiter le nombre de jours de cotations
- ...

Pour le système monétaire international

- Monnaie internationale, utilisée pour les transactions entre BC et les transactions internationales
- Maintien des monnaies nationales pour les transactions locales, convertibles en monnaie internationale mais inconvertibles entre elles
- Parités fixes ajustables
- Peut-être envisagé comme réforme de la zone euro également

Conclusion

- Les crises financières reviennent toujours quand les marchés sont libéralisés et parce la finance se développe avec la croissance...
- ...du fait des innovations financières, la régulation doit en permanence s'adapter...
- ...