

# Conférence ESSEC Transaction

## De la crise financière à la crise économique

Lundi 8 décembre 2008

# De la crise financière à la crise économique :

Quel cadre utiliser pour situer les événements financiers de la crise ?

Quelles sont les clés pour comprendre le comportement des acteurs ?

Quelle éclairage économique de la crise des *subprime* ?

*Quelques clés, repères et éclairages  
pour mieux comprendre*

# Plan de la présentation (1)

- La crise (les crises) dans les grandes lignes
- Cadre d'analyse : comptabilité (bilan d'une banque)
- Le changement de *business model* des banques
  - ❖ Distribution et production du crédit
  - ❖ Titrisation
  - ❖ Causes (origine) de ce changement de modèle
  - ❖ Conséquences
- Les critères d'investissement
  - ❖ Rappel : relation entre rentabilité, risque et liquidité
  - ❖ Le cas des fonds monétaires dynamiques (BNP Paribas fin juillet – début août 2007)

# Plan de la présentation (2)

- **Risque et incertitude**
  - ❖ L'illusion de la modélisation
  - ❖ Le cas de l'évaluation du risque sur les produits structurés au cœur de la crise
  - ❖ Deux dangers : queues de distribution et corrélation
  - ❖ Le risque de modèle
- **Le concept d'option**
  - ❖ Rappel : les options financières
  - ❖ Applications réelles :
    - *Le rôle des Etats (en particulier des Banques centrales) / downside / upside / Greenspan put / Bernanke put / La faillite de Lehman Brothers*
    - *La rémunération des traders*

# Plan de la présentation (3)

- **La crise immobilière aux Etats-Unis et la crise du *subprime***
  - ❖ Les origines de la bulle immobilière
  - ❖ Les acheteurs / Les emprunteurs – Secteur *subprime*
  - ❖ L'innovation financière en termes de crédits
  - ❖ L'éclatement de la bulle immobilière – La crise du *subprime*
  - ❖ De la crise du *subprime* à la crise financière
- **Les particularités de la crise actuelle**
  - ❖ De graves problèmes de liquidités pour les banques (arrêt du marché interbancaire)
  - ❖ Une diffusion internationale et rapide de la crise
- **Les grands chantiers de la crise**
  - ❖ Les réformes en cours

# Plan de la présentation (4)

- **Aspects économiques**
  - ❖ L'effet richesse
  - ❖ Les futurs investisseurs (pour recapitaliser les banques) ?
- **L'investissement locatif : une crise du *subprime* à la française?**
  - ❖ Les opérations de défiscalisations immobilières
  - ❖ Le secteur *subprime* (dans le contexte de l'investissement locatif)
- **Conclusion**

# La crise (les crises) dans les grandes lignes (1)

- A l'origine : une crise immobilière aux Etats-Unis (février 2007 - )
  - ❖ Bulle et explosion de la bulle
  - ❖ Chute des prix de l'immobilier / Faillite de certains ménages
- Une crise bancaire (août 2007 - )
  - ❖ Perte directe sur les crédits accordés
  - ❖ Perte sur les produits structurés adossés à des crédits *subprime* (vendus dans le monde entier)
  - ❖ Perte de confiance dans les banques
  - ❖ Disparition du marché interbancaire
  - ❖ Faillite bancaire / Nationalisations

# La crise (les crises) dans les grandes lignes (2)

- Une crise boursière (septembre 2008 - )
  - ❖ Chute du secteur financier
  - ❖ Problèmes des *hedge funds* (*deleveraging*)
  - ❖ Ventes forcées d'institutionnels
  - ❖ Fuite vers des actifs moins risqués (*flight-to-quality*)
- Une crise économique (dernier trimestre 2008 - )
  - ❖ Perte de confiance / Inquiétude sur l'avenir
  - ❖ Resserrement du crédit
    - *Baisse des investissements des entreprises*
  - ❖ Effet richesse
    - *Baisse de la consommation des ménages*



# Le crédit

- **Contexte usuel**

- ❖ Origine du mot

- *Latin credere 1464 : avoir confiance*

- ❖ Définition (Larousse)

- *Considération dont jouissent une personne ou son œuvre, ses actes du fait qu'ils paraissent dignes de confiance.*

- **Contexte financier (application pratique)**

- ❖ Origine du mot

- *Italien credito 1636 : avoir confiance*

- ❖ Définition (Larousse)

- *Délai accordé pour un paiement (commercial).*

- *Prêt consenti par une banque ou par un particulier (financier).*

# Repère : la comptabilité comme cadre d'analyse

- Le bilan d'une banque
- Analyse des événements suivants :
  - ❖ Problèmes de solvabilité (ratio Cooke)
    - *Augmentation de capital (fonds souverains, Etats, etc.)*
  - ❖ Problèmes de liquidité
    - *Course aux dépôts (Northern rock)*
    - *Marché interbancaire*
    - *Faillites bancaires (Lehman Brothers)*
    - *Risque systémique*

# Le changement de *business model* des banques (1)

- Le *business model* traditionnel des banques
  - ❖ Commercialiser et produire des crédits
    - Originate-to-hold
    - *Les crédits sont conservés à l'actif du bilan de la banque jusqu'à maturité.*
    - *Possibilité de refinancement (contrôle de la Banque Centrale)*
  - ❖ Comme les banques supportaient le risque de crédit (les crédits restant à l'actif de leur bilan), les banques ont une incitation à bien sélectionner puis à bien surveiller et gérer les crédits accordés aux clients.

## Le changement de *business model* des banques (2)

- Le nouveau *business model* des banques
  - ❖ Commercialiser des crédits et céder les crédits (titrisation)
    - Originate-to-redistribute
    - *Les crédits sont conservés peu de temps à l'actif du bilan de la banque et sont revendus à d'autres acteurs (sur les marchés) par le mécanisme de la titrisation.*
  - ❖ Comme les banques ne supportent plus (ou peu) le risque de crédit (les crédits n'étant plus à l'actif de leur bilan), les banques ont moins d'incitation à bien sélectionner les crédits accordés aux clients.
- Avec la titrisation, les banques sont devenues de simples (re)distributeurs. L'incitation à la sélection et à la surveillance des clients a beaucoup diminuée.

# La titrisation (1)

- **Définition**

- ❖ Technique financière permettant de transférer des actifs peu liquides au bilan d'une banque (ou d'une entreprise) à des investisseurs souvent *via* une structure *ad hoc* (fonds commun de créances FCC)
- ❖ Termes anglais : *securitization, special purpose vehicle (SPV, SPC, SIV)*

- **Les produits**

- ❖ ABS : *asset-backed securities* (a priori tous les actifs et tous les flux)
- ❖ RMBS : *residential mortgage-backed securities*
- ❖ CMBS : *commercial mortgage-backed securities*
- ❖ CDO : *collateral debt obligation*
  - *CLO* : collateral loan obligation / *CBO* : collateral bond obligation
  - *CDO square* : CDO de CDOs
  - *CDO cube* : CDO de CDO square
  - *CDO synthétiques* : CDO de CDS
  - *CDO d'arbitrage*

# La titrisation (2)

- **Structure du véhicule dédié à la titrisation**
  - ❖ A l'actif : les actifs cédés par la banque
  - ❖ Au passif : fonds propres (*equity*) et dettes (souvent structuration en différentes tranches)
- **Importance du *tranching***
  - ❖ Cascade des flux (*waterfall*)
  - ❖ Structuration effectuée pour déterminer le couple rentabilité / risque de chaque tranche (senior / junior / *equity*)
  - ❖ Rôle des agences de notation pour la structuration (conseil et notation)
    - *AAA – AA – A – BBB – Equity*
    - *Probabilité de défaut pour chaque tranche*
  - ❖ Le prix de chaque tranche dépend de la séniorité.

# La titrisation (3)

- Quelques statistiques (en 2007)
  - ❖ RMBS : 5 200 Mds\$
  - ❖ *Treasuries* (obligations d'Etat US) : 4 900 Mds\$

# Avantages de la titrisation

- **Pour les banques**
  - ❖ Nouvelle source de financement pour des actifs peu liquides et difficile à évaluer (asymétrie d'information)
  - ❖ Optimisation de l'actif du bilan (diversification des risques)
  - ❖ Maintien de la relation client
- **Pour les autres acteurs**
  - ❖ Prise de risque sur le marché du crédit (pas forcément possible autrement)
  - ❖ Diversification des risques
  - ❖ Parcellisation du risque de crédits (nombreux investisseurs)
    - *Première épisode de la crise : BNP Paribas et illiquidité de ses fonds monétaires*



# Causes du développement de la titrisation

- **Le contournement de la réglementation bancaire**
  - ❖ Libération de la contrainte sur les fonds propres des banques pour prêter davantage
    - *Le ratio Cooke de solvabilité*
    - *L'arbitrage réglementaire*
- **La recherche du profit**
  - ❖ **Activité rémunératrice**
    - *A l'origination : gain enregistré à la vente égal entre la valeur du portefeuille et le prix de cession*
    - *Pendant la vie des actifs cédés : service (gestion de flux)*
  - ❖ Satisfaire les actionnaires
  - ❖ Suivre la concurrence

# Conséquences de la titrisation

- **Augmentation des risques lié à l'aléa moral (*moral hazard*)**
  - ❖ Changement du comportement notamment en termes de prise de risque de la part des banques
  - ❖ Crédit à des emprunteurs avec un risque élevé : *subprime*
- **Réapparition du risque systémique lié à des prêteurs finaux non soumis à une réglementation**
  - ❖ Exemple : *hedge funds*
    - *Principaux détenteurs des parts equity (46%)*
  - ❖ Prise de risque / spéculation sans fonds propres
  - ❖ Faiblesse du capital des prêteurs finaux (pas de contrainte sur le capital)
  - ❖ En cas de problème : vente forcée sur les marchés (liquidité) ou faillite qui peut engendrer d'autres faillites

# Les critères d'investissement (1)

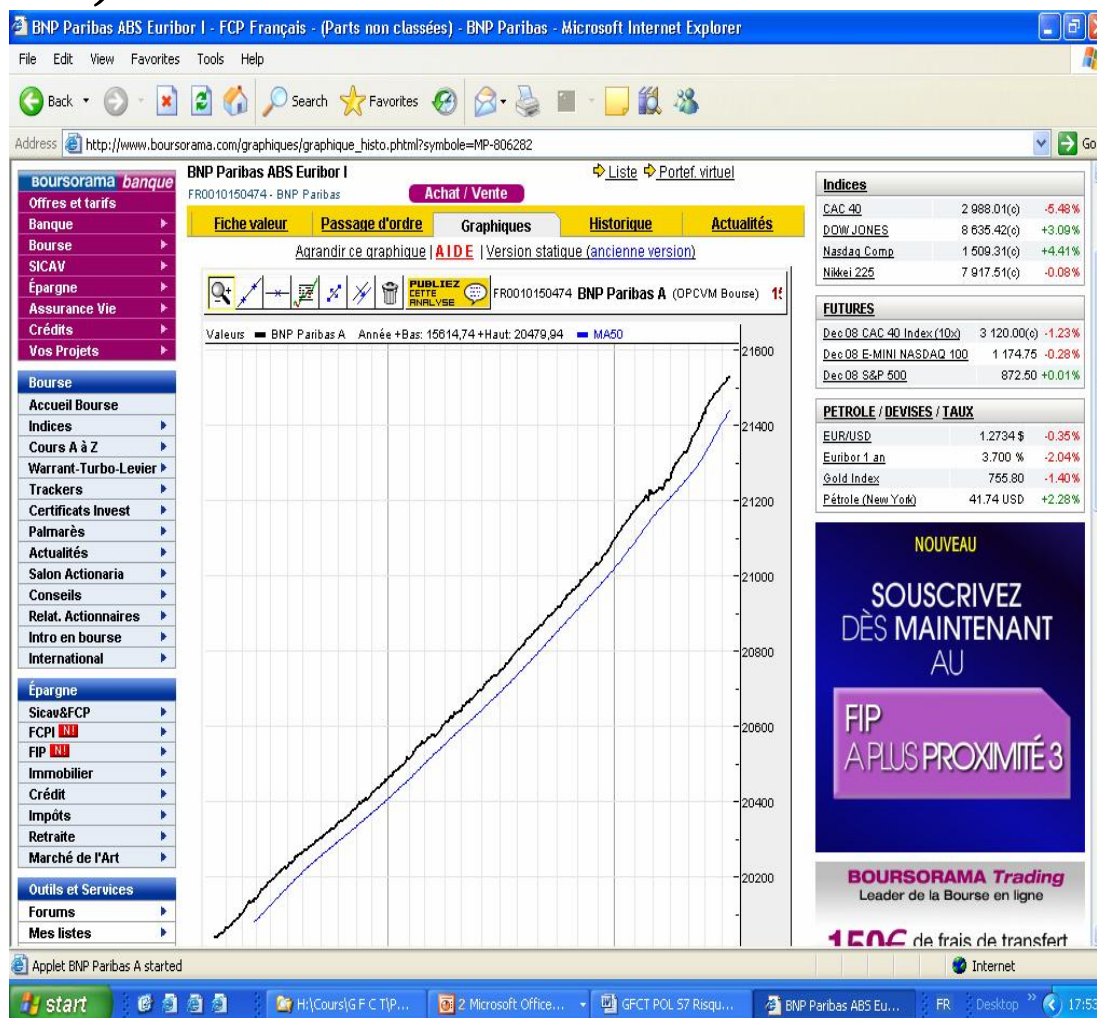
- Trois critères à toujours prendre en compte : la rentabilité, le risque, la liquidité
- **La rentabilité**
  - ❖ Performance (perte ou gain) de l'investissement pour l'investisseur mesurée par le TRI ou la VNP
- **Le risque**
  - ❖ Incertitude sur un événement futur (idée de changement imprévisible) mesuré par une statistique (variance), des scénarios, une note (agence de notation).
- **La liquidité**
  - ❖ Facilité plus ou moins grande avec laquelle on peut réaliser l'investissement (c'est-à-dire le transformer en cash)

# Les critères d'investissement (2)

- **Relation entre les trois critères**
  - ❖ Plus le risque de l'investissement est élevé, plus la rentabilité exigée par l'investisseur est élevée (augmentation de prime de risque).
  - ❖ Plus la liquidité de l'investissement est élevée, plus la rentabilité obtenue par l'investisseur est faible.
- **Illustration : les fonds monétaires dynamiques**

# Les critères d'investissement (3)

- Evolution du fonds BNP Paribas ABS Euribor (janvier 2005 - juillet 2007) Source : Boursorama

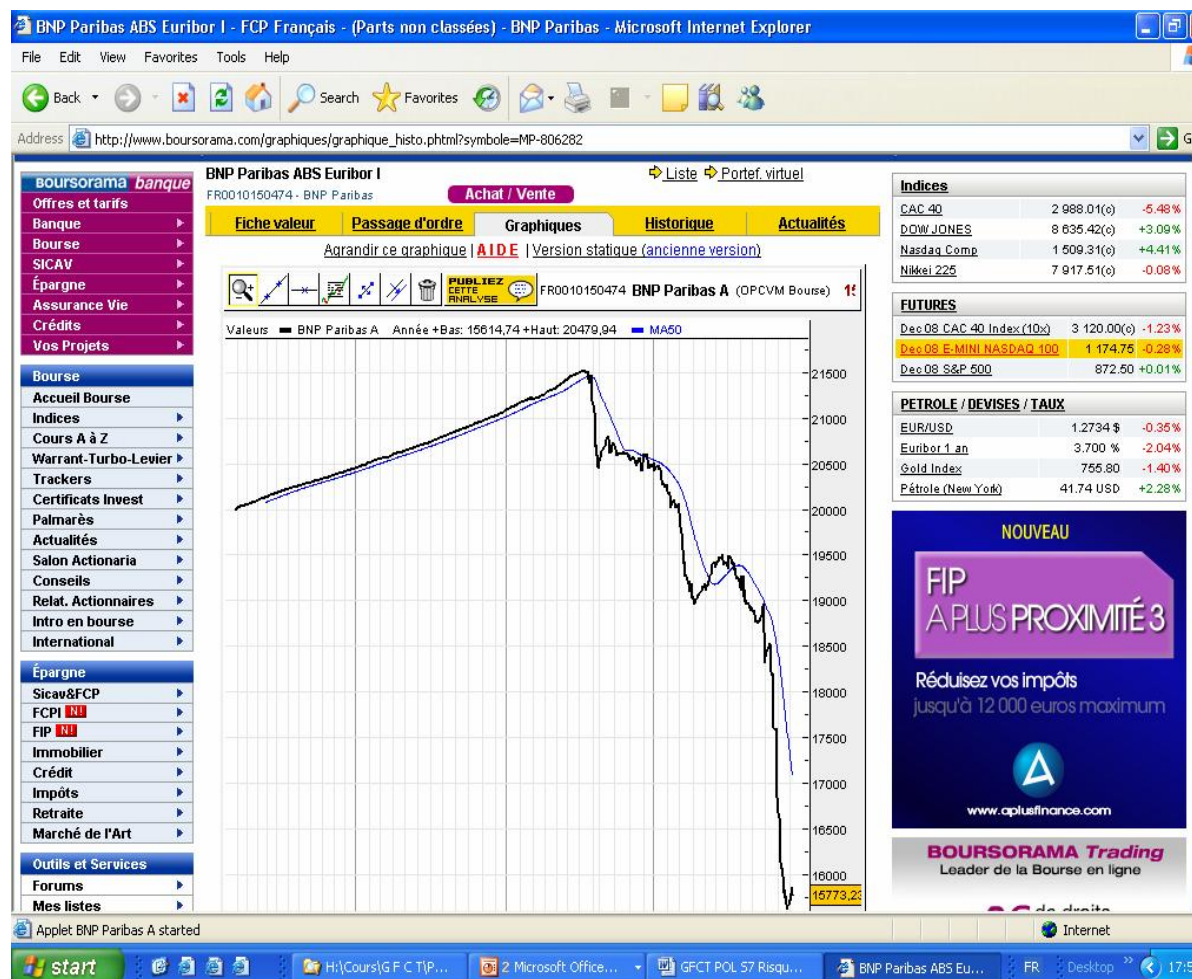


# Les critères d'investissement (4)

- Jusqu'en juillet 2007 :
  - ❖ Rentabilité supérieure à celle d'une Sicav monétaire
  - ❖ Risque (réalisé) faible : peu de volatilité / même volatilité qu'une Sicav monétaire
  - ❖ Placements perçus par les investisseurs comme liquide et peu risqué / Changement progressif de la perception du risque
  - ❖ Forte demande (baisse de la prime de risque)

# Les critères d'investissement (5)

- Evolution du fonds BNP Paribas ABS Euribor (janvier 2005 – décembre 2008) Source : Boursorama



# Les critères d'investissement (6)

- Depuis août 2007
  - ❖ Rentabilité négative (perte en capital)
  - ❖ Forte variation du prix (à la baisse et à la hausse)
  - ❖ Absence de liquidité : « Les souscriptions et les retraits, ainsi que la valorisation des parts, reprendront le 28 août pour deux d'entre eux (BNP Paribas ABS Euribor et BNP Paribas ABS Eonia) et le 30 août pour le troisième (Parvest Dynamic ABS). » (début août 2007)



# Risque et incertitude (1)

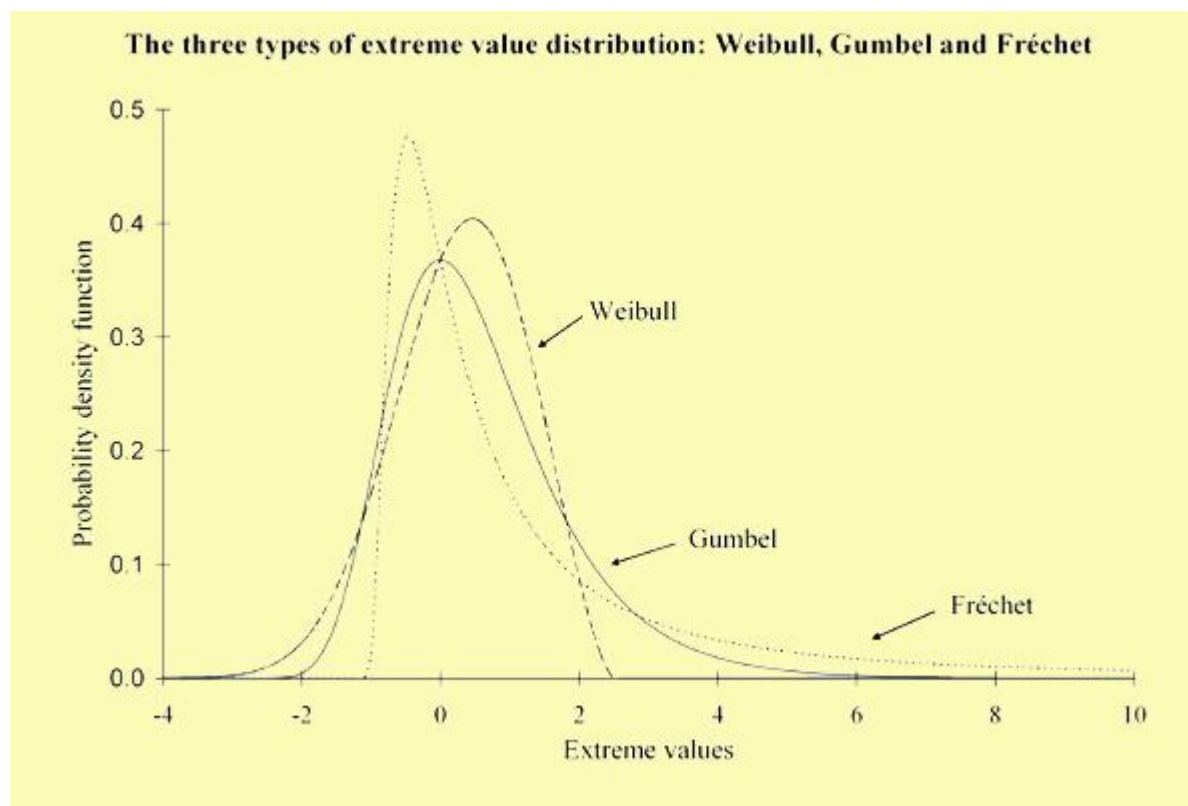
- Distinction due à Franck Knight (1921)
- Le risque concerne des événements probabilisables (calcul ou estimation statistique) alors que l'incertitude s'applique à des événements non probabilisables.
- Exemple du dé
- Quid de l'économie et de la finance ?
  - ❖ Gros efforts de modélisation mathématique
  - ❖ Economie  $\neq$  Physique
    - *Importance des comportements humains*

# Risque et incertitude (2)

- **Modèles utilisés pour étudier le risque des produits structurés (ABS, CDO, etc.)**
  - ❖ Hypothèse de normalité des rentabilités
  - ❖ Hypothèse de corrélation constante des rentabilités
- **Mes travaux de recherche**
  - ❖ Attention aux modèles !
  - ❖ Les modèles ne sont pas parfaits.
  - ❖ Il y a un risque de modèle.

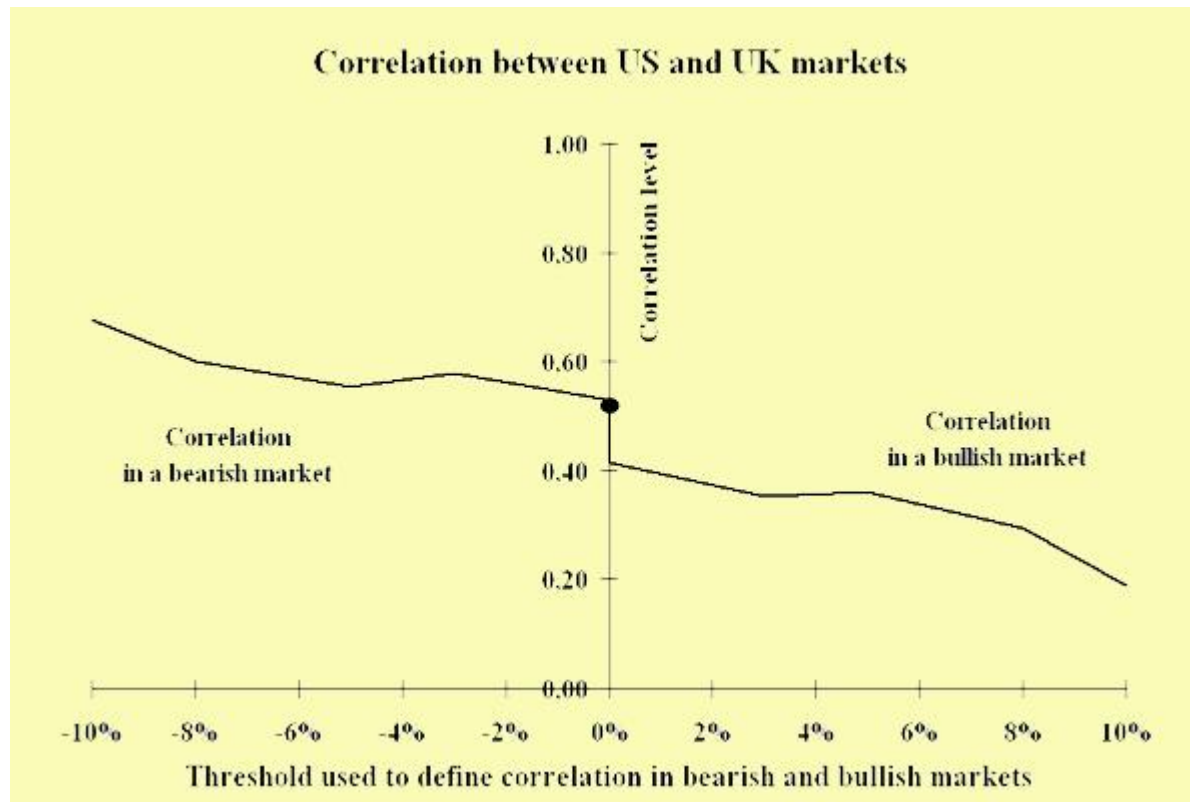
# Risque et incertitude (3)

- Longin (1996) « The asymptotic distribution of extreme returns » *Journal of Business*.
  - ❖ Etude de la queue de la distribution (événements rares) : les rentabilités ne sont pas distribuées selon une loi normale.



# Risque et incertitude (4)

- Longin & Solnik (2001) « Extreme correlation in international equity markets » *Journal of Finance*.
  - ❖ Etude des queues des distributions (événements rares) : la corrélation n'est pas constante mais augmente en période de crise.

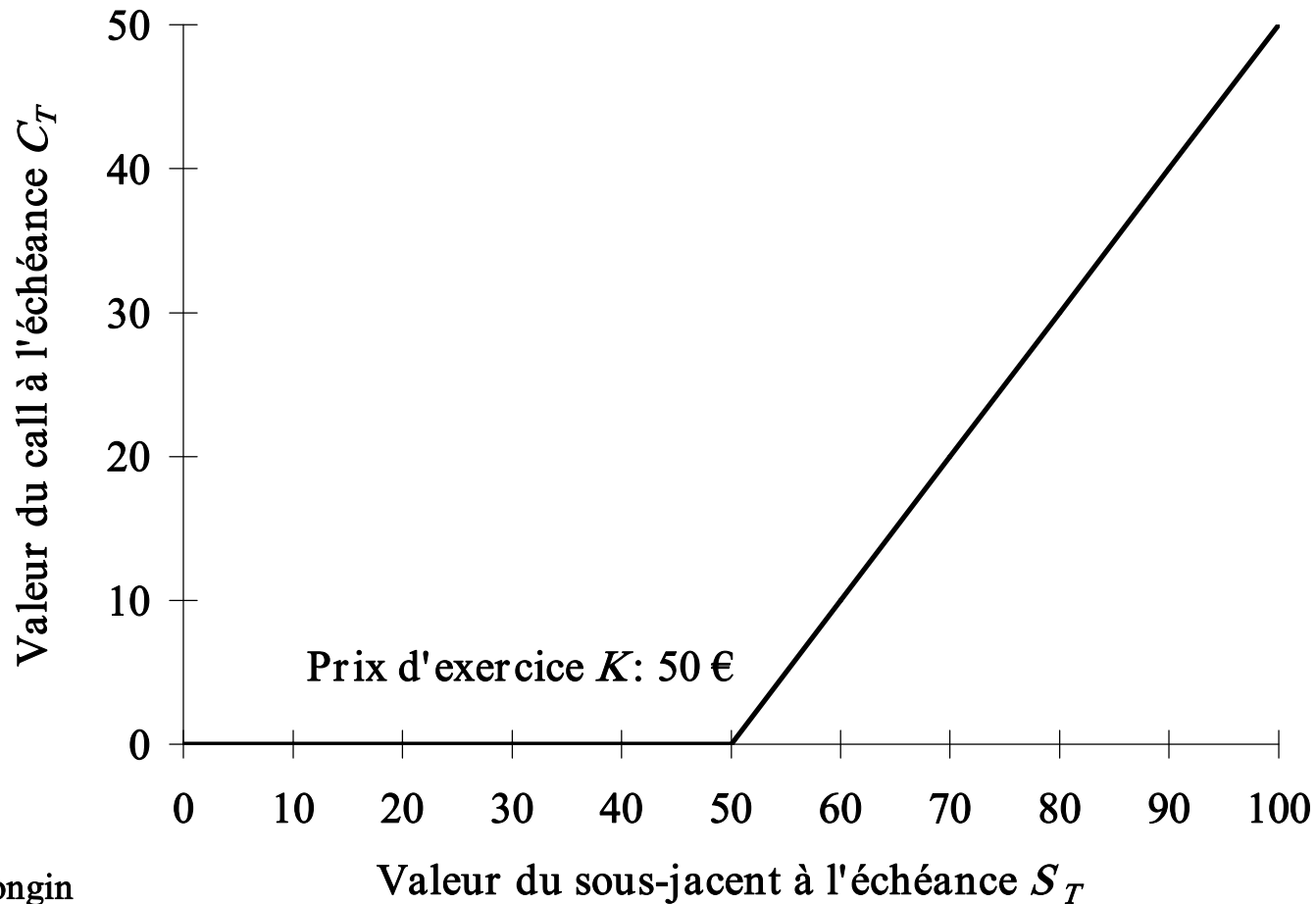


# Les options (1)

- Les produits financiers : *call* et *put*
  - ❖ Une option d'achat ou *call* confère à son détenteur **le droit mais non l'obligation** d'acheter un titre déterminé appelé actif sous-jacent à un prix fixé appelé prix d'exercice à ou avant la date d'échéance de l'option appelée maturité.
  - ❖ A l'échéance, le flux de l'acheteur du *call* sera positif ou nul alors que le flux du vendeur du *call* sera opposé et donc négatif ou nul (jeu à somme nulle).
  - ❖ A l'émission du *call*, le vendeur demande à l'acheteur un prix qui tient compte de l'asymétrie des flux entre le vendeur et l'acheteur à l'échéance.

# Les options (2)

- Les produits financiers : *call* et *put* (suite)
  - ❖ Pay-off d'un *call*

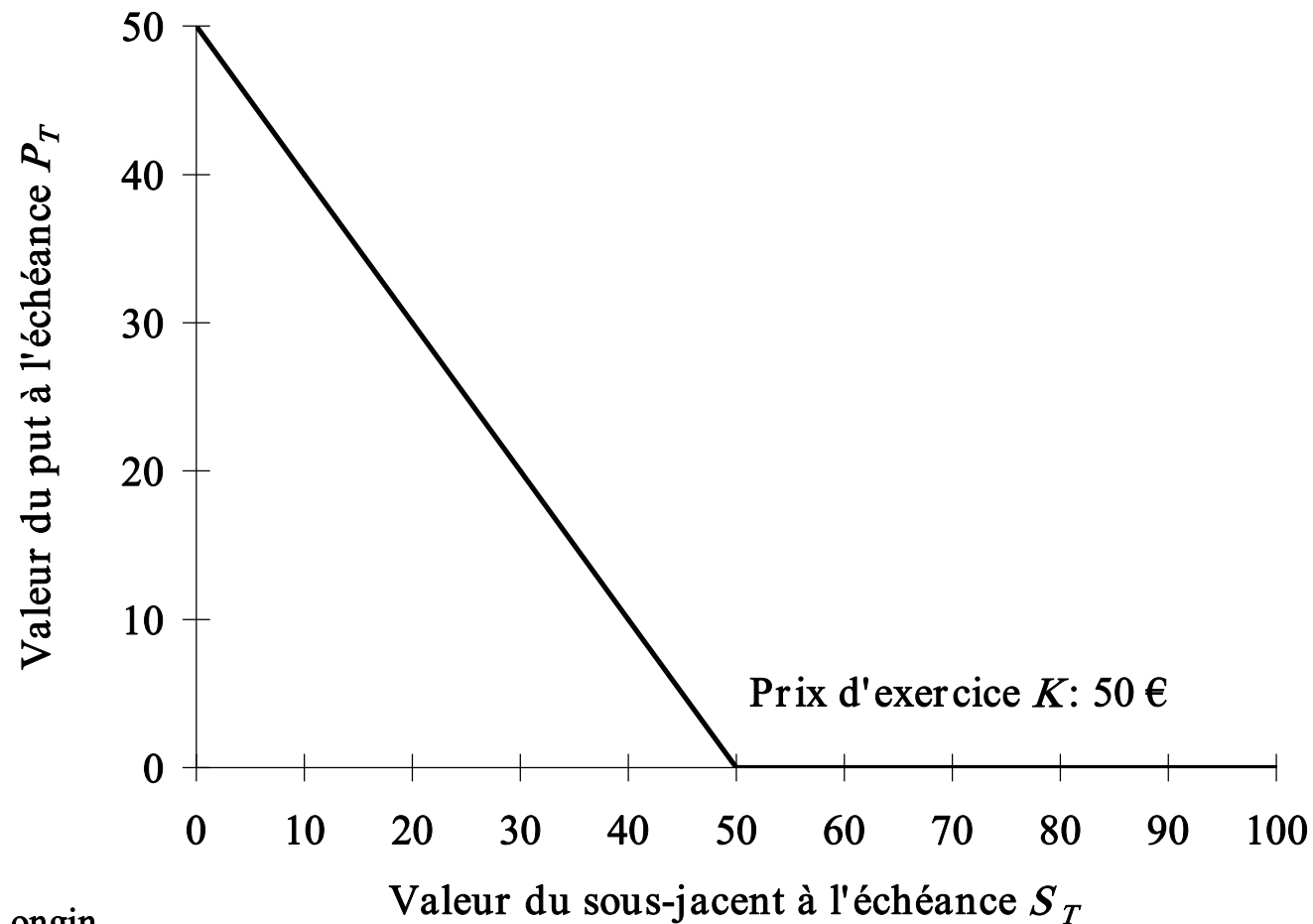


# Les options (3)

- Les produits financiers : *call* et *put* (suite)
  - ❖ Une option de vente ou *put* confère à son détenteur **le droit mais non l'obligation** de vendre un titre déterminé à un prix fixé à ou avant la date d'échéance.
  - ❖ A l'échéance, le flux de l'acheteur du *put* sera positif ou nul alors que le flux du vendeur du *put* sera opposé et donc négatif ou nul (jeu à somme nulle).
  - ❖ A l'émission du *put*, le vendeur demande à l'acheteur un prix qui tient compte de l'asymétrie des flux entre le vendeur et l'acheteur à l'échéance.

# Les options (4)

- Les produits financiers : *call* et *put* (suite)
  - ❖ Pay-off d'un *put*





# Les options (5)

- **Le prix d'une option dépend de nombreux paramètres et variables :**
  - ❖ Les paramètres de l'option : le prix d'exercice, la maturité, le type d'exercice
  - ❖ Les données de marché : la valeur de l'actif sous-jacent, les dividendes, le taux d'intérêt
  - ❖ La volatilité du prix de l'actif sous-jacent
- **Le prix de l'option est une fonction croissante de la volatilité.**
  - ❖ Exemple :
    - *Loterie 1 : +10 (50%) et -10 (50%)*
    - *Loterie 2 : +20 (50%) et -20 (50%)*
- **Option = Volatilité**

# Applications du concept d'option

- « Privatisation des bénéfices et nationalisation des pertes »
- « *Upside but no downside* »
- Le recours à l'aide publique (intervention des banques centrales ou des Etats) s'apparente à une option donnée aux banques (Wall street).
  - ❖ Greenspan *put* / Bernanke *put*
  - ❖ Le prix de l'option est nul ; or, la valeur de l'option croît avec la volatilité. Incitation à prendre davantage de risques.
- La rémunération des traders (*calls*)
- Plan Paulson : aider les ménages à rembourser leurs crédits (l'actif sous-jacent) ou les banques (l'option) ?

# La faillite de Lehman Brothers

- **Les raisons de la non-intervention des autorités américaines**
  - ❖ Raison économique : aléa moral
  - ❖ Raison politique : les ménages endettés *vs* Wall Street
- **Impact de la non-intervention**
  - ❖ Perte de confiance dans la stabilité du système bancaire
    - *Inexistence du marché interbancaire*
    - *Désinvestissements sur les marchés / Krach boursier*
- **Question: les autorités auraient-elles dû sauver Lehman Brothers ?**
  - ❖ Non : limiter upside / downside / aléa moral
  - ❖ Oui : too big to fail / effet de panique / perte de confiance

# La bulle spéculative de l'immobilier aux Etats-Unis (1)

- L'encouragement du gouvernement américain à prêter
  - ❖ Des éléments structurels
    - *Le Community Reinvestment Act*
    - *Une fiscalité avantageuse (déduction des intérêts du revenus, non-imposition des plus-value immobilière jusqu'à 1 M\$)*
    - *Aide au financement par la Federal Housing Administration (FHA)*
    - *La garantie de deux entités parapubliques pour des prêts immobiliers : Fannie Me et Freddie Mac*
  - ❖ Une volonté politique
    - *Le rêve américain : l'accès à la propriété de son logement*

# La bulle spéculative de l'immobilier aux Etats-Unis (2)

- Un environnement monétaire favorable (conjoncturel)
  - ❖ La politique de la Fed avec des taux d'intérêt bas et des liquidités abondantes
    - *Conséquence de la crise après l'éclatement de la bulle internet et des attaques du 11 septembre*
  - ❖ Conséquences de la politique américaine
    - *Endettement des ménages pour acquérir leur logement*
    - *Forte croissance des prix de l'immobilier*

# La bulle spéculative de l'immobilier aux Etats-Unis (3)

- Changement des pratiques bancaire en termes d'octroi de crédit
  - ❖ Relâchement des critères de sélection des banques (aléa moral : le risque de défaut des emprunteurs est moins pris en compte) accompagnés de crédits innovants
  - ❖ Augmentation des crédits à la catégorie d'emprunteurs *subprime*

# Les emprunteurs de la catégorie *subprime*

- **Caractéristiques économiques**
  - ❖ Emprunteurs dont l'accès à la propriété est problématique vue leur capacité à honorer leur engagements vis-à-vis de la banque
- **Caractéristiques financières**
  - ❖ Cote FICO
    - *Prime* :  $> 620$
    - *Subprime*  $< 620$
- **Caractéristiques sociologiques**
  - ❖ Minorités

# Analyse économique des emprunteurs (1)

- Rappel sur les crédits

- ❖ L'échéance d'un crédit est composée de deux éléments :

- *Le paiement des intérêts*

- *Le remboursement (éventuel) du capital*

$$E_t = I_t + \Delta C_t \quad \text{avec } I_t = i_t \times C_{t-1}$$

- ❖ Crédits types :

- *Crédit amortissable à échéance constante*

$$E_t = I_t + \Delta C_t = E$$

- *Crédit in fine (interest only)*

$$E_t = I_t$$

$$E_T = I_T + C_0$$



# Analyse économique des emprunteurs (2)

- Innovations financières en matière de crédit pour accorder des prêts aux emprunteurs les plus à risques (faibles revenus / prix de l'immobilier élevé)
  - ❖ Allongement de la durée du crédit (de 30 ans à 40 voir 50 ans)
  - ❖ Différé d'amortissement du capital
  - ❖ *Pay option ARM (adjusted-rate mortgage)* : possibilité de choisir le mode de remboursement du capital
  - ❖ « 2/28 » : taux d'intérêt promotionnel pendant 2 ans puis taux normal pendant 28 ans avec augmentation du capital du différentiel d'intérêt des premières années (existe aussi en « 3/27 » et « 5/25 »).
  - ❖ *Negative amortization* : échéance inférieure aux seuls intérêts, la différence s'ajoutant au capital à rembourser à la fin. Possibilité pour la banque de faire passer le prêt en amortissable à échéance constante si le capital et les intérêts reportés étaient supérieurs à un seuil du capital initial (entre 115 et 125%).

# Analyse économique des emprunteurs (3)

- Type de crédit et d'emprunteurs (modèle de Hyman Minsky – analyse par Jorion)
  - ❖ L'investissement couvert
    - *Financement : crédit amortissable*
    - *Les revenus de l'emprunteur couvrent l'échéance (qui comprend intérêts et remboursement du capital).*
    - *A la maturité du crédit, l'investisseur est propriétaire de son bien.*
    - *Type d'investisseur : prime*

# Analyse économique des emprunteurs (4)

- Type de crédit et d'emprunteurs (modèle de Hyman Minsky – analyse par Jorion) - suite
  - ❖ L'investissement spéculatif
    - *Financement : crédit in fine*
    - *Les revenus de l'emprunteur couvrent les intérêts uniquement.*
    - *A la maturité du crédit, l'investisseur revend son bien pour rembourser le crédit (hypothèse : le bien va même prendre de la valeur créant une plus-value espérée par le spéculateur)*
    - *Type d'investisseur : subprime / prime*

# Analyse économique des emprunteurs (5)

- Type de crédit et d'emprunteurs (modèle de Hyman Minsky– analyse par Jorion) - suite
  - ❖ L'investissement en cavalerie (fuite en avant)
    - *Financement : Crédit innovant / Crédit à la consommation / Vente d'actifs pour rembourser le crédit hypothécaire / Utilisation du cash out*
    - *Les revenus de l'emprunteur ne couvrent même pas les intérêts.*
    - *Type d'investisseur : subprime*

# Eclatement de la bulle immobilière et crise des *subprime*

- **Ralentissement des prix de l'immobilier**
  - ❖ Prix très élevés para rapport aux revenus / Moins d'acheteurs
- **Relèvement des taux d'intérêt par la Fed**
  - ❖ Hausse des mensualités des prêts à taux variable
  - ❖ Défaut de paiement des emprunteurs *subprime*
- **Passage des prêts à taux promotionnel au taux normal**
  - ❖ Prêts « 2/28 » et leurs variantes
  - ❖ Défaut de paiement des emprunteurs *subprime*
- **Saisies immobilières (ventes forcées de maisons)**
- **Chute des prix de l'immobilier**
  - ❖ Baisse du collatéral
  - ❖ Perte directe pour les banques

# De la crise des *subprime* à la crise bancaire (1)

- Février 2007 : défaut des emprunteurs *subprime* sur leurs crédits
  - ❖ Diminution des flux de paiement (principalement des intérêts)
- Juillet 2007 : baisse de la valeur des produits structurés (titrisation)
- Août 2007 : prise de conscience du risque sur ces produits (alors qu'ils étaient perçus comme peu ou pas risqué – note des agences de notation)
  - ❖ Illiquidité des fonds BNP Paribas
  - ❖ Arrêt de l'achat de produits structurés de crédit

# De la crise des *subprime* à la crise bancaire (2)

- **Premier semestre 2007 : pertes pour les banques**
  - ❖ Sur les tranches *equity* non vendues (rappel : la tranche *equity* est la première touchée)
  - ❖ Sur les prêts non encore titrisés (et qui étaient les plus risqués)
- **Septembre 2007 : perte de confiance dans les banques**
  - ❖ Pas de transparence sur leur exposition aux prêts *subprime* (titrisés ou non)
  - ❖ Arrêt du marché interbancaire
- **Pertes pour les autres acteurs**
  - ❖ Tranches *equity* et tranches subordonnées
  - ❖ Produits financiers contenant des prêts *subprime* titrisés

# Quelles banques pour demain ?

- **La banque de financement et d'investissement (BFI)**
  - ❖ La fin des banques d'investissement indépendantes ?
  - ❖ Un effet de levier moins important (plus de fonds propres et moins de dettes) ?
- **Un renforcement de la gestion des risques**
  - ❖ Renforcement de la gestion des risques en interne
    - *Compréhension des risques*
    - *Contrôle des risques : risque de marchés, risque de crédit et risque opérationnel*
  - ❖ Renforcement du contrôle des risques par les autorités (la Commission Bancaire en France)



# Quelles banques pour demain ?

- **Remise en cause du Glass Steagall Act**
  - ❖ Aux Etats-Unis, suite à la crise de 1929, volonté de séparer les activités de banques d'investissement des activités de banque de dépôts pour endiguer les risques
  - ❖ 2008 : les banques de financement et d'investissement ont manqué de liquidités contrairement aux banques de dépôts (les dépôts sont des ressources plus stables que les prêts interbancaires).

# L'avenir du secteur bancaire

- **Au niveau de chaque pays : un secteur plus contrôlé**
  - ❖ Une nouvelle réglementation
  - ❖ Un poids plus important des Etats : exercice de son rôle d'actionnaire suite aux nationalisations partielles ou totales et volonté de contrôle plus importante
- **Au niveau international : vers un nouveau Bretton Woods ?**
  - ❖ Vers un renforcement du rôle des institutions internationales comme le FMI ?
  - ❖ Vers une réforme des agences de notation ?
  - ❖ Supervisions des institutions financières et des produits financiers ?
  - ❖ Vers un encadrement des rémunérations de banquiers ?

# Les normes comptables

- **La procyclicité**
  - ❖ A définir / illustrer
- **Pour une comptabilité en juste valeur**
  - ❖ Meilleure transparence sur les risques des banques et des entreprises
  - ❖ Réduction de l'incertitude pour les investisseurs (marchés financiers)

# Conclusion (1)

- **Une très (trop) grande sophistication des produits financiers**
  - ❖ En amont : les prêts immobiliers (les clauses contractuelles)
  - ❖ En aval : les produits structurés
  - ❖ Inadéquation entre le client (patrimoine) et l'investissement /  
Mauvaise évaluation des risques
- **Un problème d'information**
  - ❖ Compréhension des produits
  - ❖ Compréhension des risques
  - ❖ L'illusion des intermédiaires
    - *Liquidité : les banques*
    - *Informationnels : les agences de notation*

## Conclusion (2)

- **A la base : un problème de responsabilité individuelle**
  - ❖ En amont : certains emprunteurs / les vendeurs (courtiers)
  - ❖ Au milieu : les banquiers (intermédiaires)
  - ❖ En aval : les investisseurs
  - ❖ Ailleurs : les politiques
    - « *If it ain't broke, don't fix it.* »
- **L'importance de l'information et de la formation pour les individus**
  - ❖ Savoir juger en connaissance de cause

# Pour en savoir plus...

- [www.longin.fr](http://www.longin.fr) : focus sur la crise
  - ❖ Présentation, références, mini-glossaires, sites utiles
- **Conférence ESSEC**
  - ❖ « 40 professeurs de l'ESSEC se mobilisent contre la crise »
  - ❖ Une vision transversale de la crise
  - ❖ Mercredi 17 décembre 2008 : grand amphi de l'ESSEC à Cergy