

Les marchés financiers dans l'économie

Séance 1

Gunther CAPELLE-BLANCARD
Conférences au Collège de Bruges

Lectures

- *Lectures obligatoires :*
 - Bodie Z. et Merton R.C., Chapitres 1 & 2, Finance, Pearson.
 - Capelle-Blancard G. *et al.*, 2004, Les marchés financiers, 1-3, Ellipses.
 - de Boissieu Ch., A. Demartini et Romey C., 2006, La mutation financière, de Boissieu Ch. (dir.), Les systèmes financiers, Economica. Chapitre 1.

- *Lectures conseillées :*
 - Mishkin F.S., 2005, Is Financial Globalization Beneficial, NBER.
 - Rajan R., 2005, Has Financial Development Made the World Riskier, NBER.

PLAN – SEANCE 1

Les marchés financiers dans l'économie

- **Introduction**
- La mutation financière
- Les innovations financières
- Une tentative de bilan

Définition traditionnelle

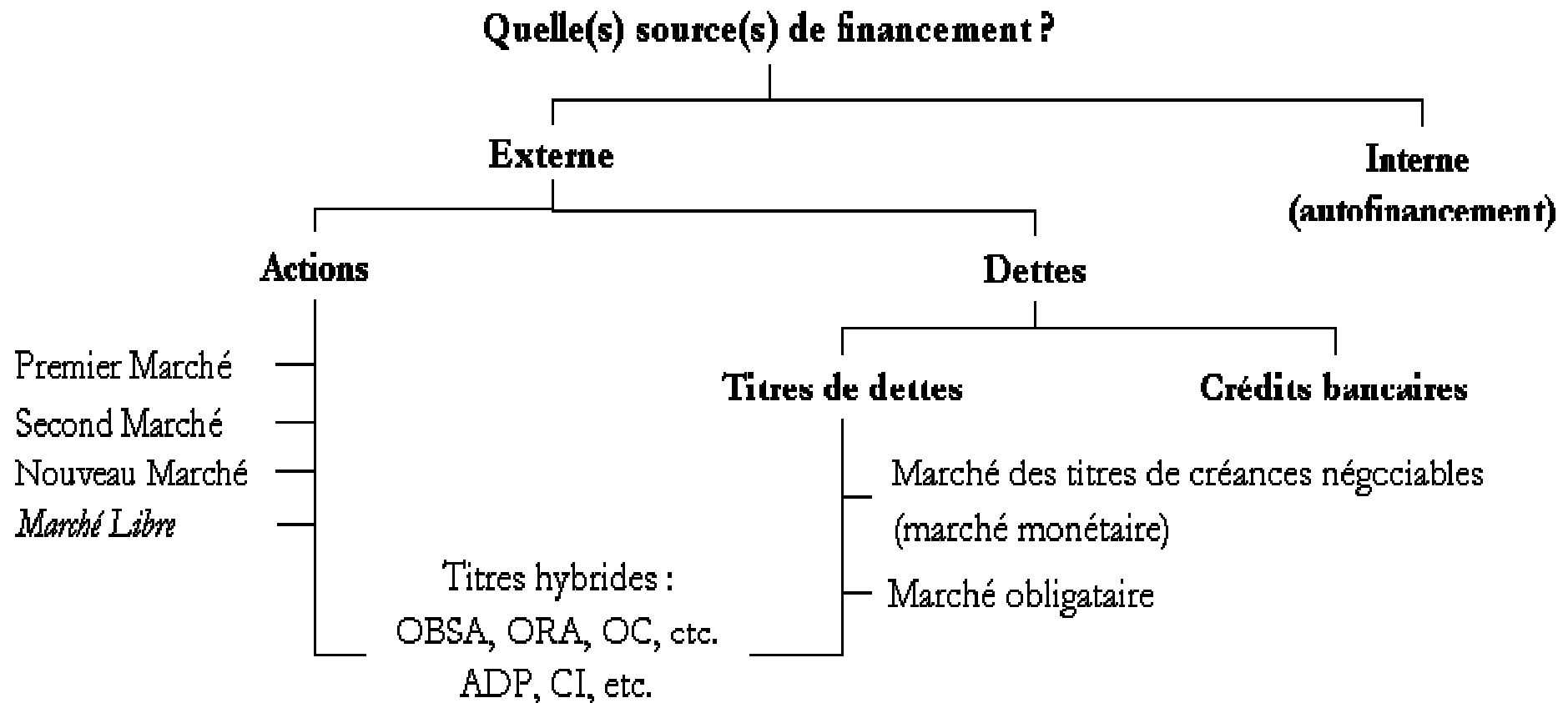
- ***Le marché des capitaux*** = le lieu de rencontre et d'échange entre l'offre et la demande de capitaux
→ Ignore les spécificités des marchés financiers par rapport aux marchés de biens et services

Définition institutionnelle

Bodie & Merton : 6 fonctions du ***système financier***, que celui-ci soit dominé par les marchés ou les intermédiaires financiers.

1. fournir et gérer les moyens de paiement ;
2. collecter l'épargne en vue de financer des projets d'investissement de grande taille et non divisibles ;
3. transférer au mieux les ressources économiques à travers l'espace et le temps ;
4. offrir des instruments de gestion des risques ;
5. produire des informations qui participent aux décisions économiques et financières ;
6. mettre en place des mécanismes incitatifs permettant de réduire les conflits liés aux asymétries d'information.

Les marchés de capitaux et le financement de l'économie



Capacité / besoin de financement

- Les agents à capacité de financement : les ménages
- Les agents à besoin de financement : les entreprises, l'État et les collectivités locales.
- Ne signifie pas que les ménages n'ont jamais recours à l'endettement, ni que les entreprises et l'Etat ne placent pas leurs excédents de trésorerie sur les marchés. Simplement, au niveau agrégé, les premiers épargnent plus qu'ils n'empruntent, tandis que les ressources internes des seconds sont inférieures à leurs emplois.

Marché primaire / secondaire

- Marché primaire = marché du neuf
- Marché secondaire = marché de l'occasion
L'achat sur le marché secondaire ne constitue pas une nouvelle source de financement pour l'émetteur. Permet aux agents qui n'ont pas pris part au marché primaire d'acheter des titres et aux investisseurs de se désengager à tout moment, à condition qu'ils trouvent une contrepartie à qui céder leurs titres (liquidité).
 - Ne pas confondre avec Premier et Second marché

Titres de dette / de propriété

- Les titres de dette représentent une créance sur l'émetteur qui s'engage à verser des intérêts proportionnels au montant emprunté, montant qu'il devra aussi rembourser. Contrairement aux emprunts bancaires, les emprunts sur les marchés (bons et obligations) sont contractés auprès d'une multitude de prêteurs ; ces derniers peuvent, par ailleurs, revendre facilement leurs créances
- Les titres de propriété, dont l'émission est par nature réservée aux entreprises, représentent une part du capital social et donnent droit notamment à un dividende fonction des profits réalisés. Ces titres prennent la plupart du temps la forme d'actions. Seules les actions des plus grandes entreprises sont cotées sur un marché.
- Mais aussi titres hybrides !

Financements externes en 2002

(milliards USD)	Capitalisation boursière	Obligations privées	Obligations publiques
Monde	22 077,4	16 531,2	26 826,4
Union européenne	5 524,0	4 941,3	7 662,0
Japon	2 069,3	4 841,9	2 163,2
Amérique Nord	11 625,8	5 043,6	14 786,0

Source : FMI.

Table A5. The biggest capital markets in the world in 2003

Market capitalization ^{a)}		Market capitalization of domestic shares newly listed		Value of share trading - domestic companies	
NYSE	11,328,953	Tokyo	75,659	NYSE	8,778,301
Tokyo	2,953,098	NYSE	70,709	Nasdaq	6,703,349
Nasdaq	2,844,193	Korea	67,467	London	2,143,317
London	2,460,064	Borsa Italiana	42,462	Tokyo	2,092,141
Euronext	2,076,410	London	37,173	Euronext	1,911,185
Deutsche Börse	1,079,026	Nasdaq	31,663	Deutsche Börse	1,200,895
Value of private bonds listed ^{b)}		Value of public bonds listed			
London	823,632	Osaka	4,422,407		
Copenhagen	305,432	Borsa Italia	1,340,755		
Korea	297,676	NYSE	1,005,000		
Wiener Börse	294,030	London	464,162		
NYSE	228,000	India	252,529		
Luxembourg	131,556	Korea	212,013		

Source: World Federation of Exchange. USD millions converted with average year exchange rates. ^{a)} The others stock markets have a market capitalization and a value of share trading for domestic companies below USD 1,000,000 millions. ^{b)} Data for Deutsche Börse and Euronext are not available.

Un certain nombre d'idées reçues

- Les actions ne sont pas la principale source de financement externe
- L'émission de titres n'est pas la principale source de financement externe
- Les crédits bancaires sont la principale source de financement externe
- La finance directe est beaucoup plus importante que la finance indirecte
- Le secteur financier figure parmi les secteurs les plus strictement réglementé

Une typologie des risques financiers

- Le **risque de marché** naît dès que l'intervenant se trouve en position de subir une évolution défavorable des cours. Tous les actifs monétaires ou financiers sont sujets au risque de marché (risque de change, risque de taux, etc.).
- Le **risque de contrepartie** (ou risque de signature, risque de défaut) tient à l'éventualité que la partie co-contractante (particulier, entreprise, établissement financier ou pays) ne puisse remplir ses obligations.
- Le **risque de liquidité** est le risque de ne pouvoir liquider ou dénouer sa position → manque de profondeur ne permet pas de trouver une contrepartie. Exemple : en période de crise. Ce risque est particulièrement important lorsque les contrats ne sont pas standardisés, donc moins liquides.
- Les **risques techniques** (panne informatique), les **risques juridiques**, les risques de **malversation**, le risque de **modèle**, etc.

Risques individuels / Risque de système

- Ces risques ne sont pas indépendants.

Exemple : à mesure que les variations de prix des actifs s'amplifient, le risque de marché et le risque de liquidité s'élèvent, ce qui peut entraîner la défaillance d'un certain nombre de contreparties et inciter les agents à adopter des comportements frauduleux.

- Le risque de système concerne simultanément l'ensemble des intervenants entraînés dans un « effet de domino » ; le risque de système n'est pas une simple juxtaposition de risques individuels et sa gestion justifie l'intervention de pouvoirs publics

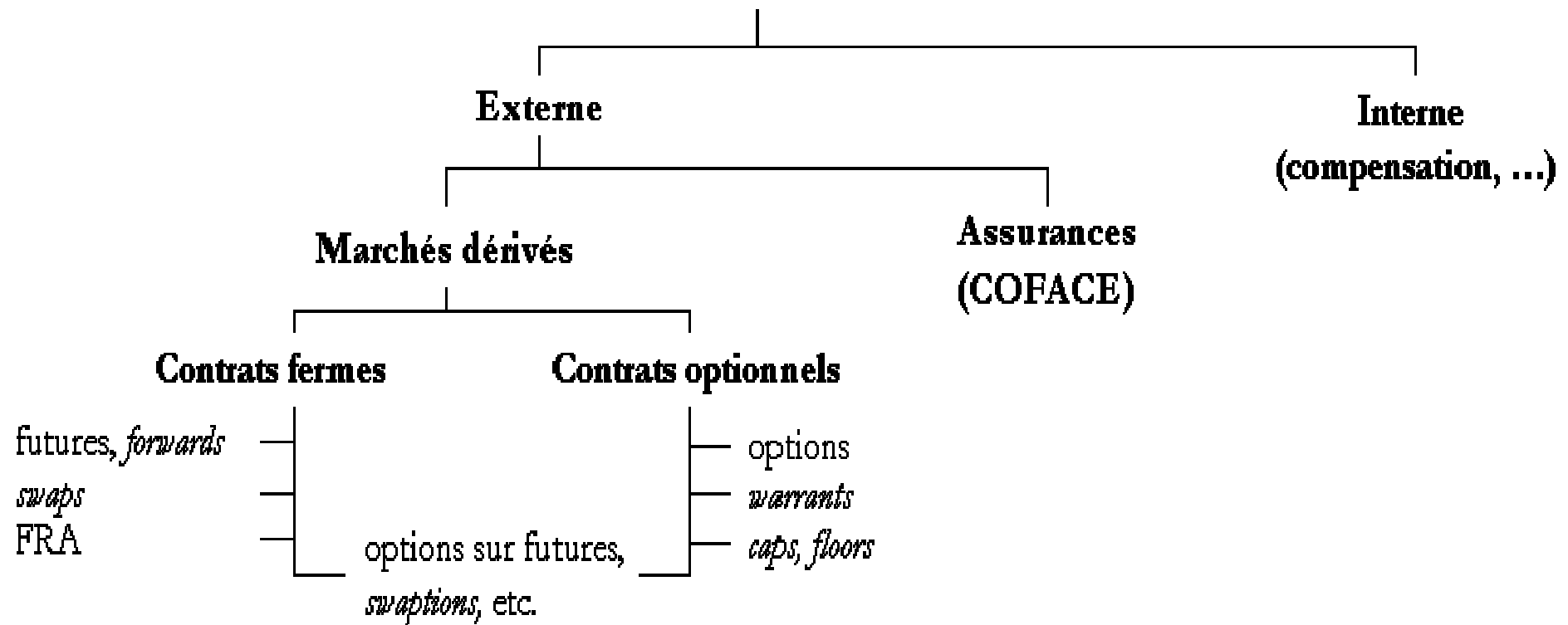
Les marchés de capitaux et la gestion des risques (1)

Les techniques de transfert des risques

- Utiliser l'éventail des actifs proposés sur le marché afin de diversifier leurs sources d'approvisionnements ou de revenus.
- Transférer les risques qu'ils courent à d'autres individus disposés à les assumer. C'est cette dernière technique qui est généralement mise en avant lorsqu'on évoque la fonction de gestion des risques.

Les marchés de capitaux et la gestion des risques (2)

Quelle(s) technique(s) de gestion des risques ?



Typologie des marchés de capitaux

- Bourse de valeur ou bourse de commerce ?
- Titres de dettes ou titres de propriété ?
 - Top stock, small and mid-caps ?
- Court, moyen ou long terme ?
- Marchés organisés ou de gré à gré ?
- Marchés au comptant ou à terme ?
 - Ferme ou optionnel ?

PLAN

Les marchés financiers dans l'économie

- Introduction
- **La mutation financière**
- Les innovations financières
- Une tentative de bilan

Les systèmes financiers dans les années 1970-80

1. Prédominance de l'intermédiation bancaire
 2. Concurrence faible entre institutions financières : cloisonnement et spécialisation des établissements, secteur bancaire nationalisé)
 3. Encadrement strict par les autorités monétaires de la distribution du crédit et des opérations financières avec l'étranger.
- Le système n'est plus en phase avec le contexte économique

Flottement généralisé des taux de change

Abandon du système de Bretton Woods,

→ plus grande instabilité,

→ incitation à développer des techniques complexes de couverture des risques

Modification du cadre et des objectifs de la politique monétaire

- Nomination de Paul Volker à la tête de la Réserve Fédérale en 1979
- Fin de la tolérance envers l'inflation
- Le taux d'intérêt réel US de court terme augmente brutalement
- Le changement s'impose à tous les pays :
 - les pays développés doivent se plier aux politiques de désinflation compétitive
 - les pays en développement voient, du fait de l'augmentation du taux d'intérêt réel, le service de la dette augmenter, jusqu'à une situation de crise.
 - Le Mexique en 1982 ; un plan de sauvetage est alors organisé par la réserve fédérale américaine (restructuration de la dette et plan structurel d'ajustement, le premier du genre).

Environnement institutionnel

- Mouvements de déréglementation et de libéralisation
 - R. Reagan
 - M. Thatcher

Modifications technologiques

Conditions nécessaires mais non suffisantes de la mutation financière :

- Rythme soutenu des innovations financières
 - Essor des nouvelles technologies de l'information et de communication (NTIC)
 - En particulier, développement de techniques de collecte et de traitement des données informatisées
- baisse des coûts des transactions et accroissement des mouvements internationaux de capitaux.

La désintermédiation

- Montée en puissance des marchés financiers au détriment des intermédiaires financiers, en particulier des banques
 - les entreprises et l'Etat qui font face à une contrainte financière croissante trouvent sur les marchés les capitaux dont ils ont besoin par l'émission d'actions et/ou d'obligations
 - Les banques n'ont toutefois pas perdu la place prépondérante :
 - Les banques ont développé de nouvelles compétences qui leur permettent d'accompagner les entreprises sur le marché financier.
 - Apparition de nouveaux intermédiaires financiers, i.e. les investisseurs institutionnels (OPCVM, sociétés d'assurance)
 - Redéploiement des banques sur le marché des titres
- C'est à un mouvement de désintermédiation-réintermédiation auquel on a assisté, plus qu'à un mouvement de pure désintermédiation.

La déréglementation

- Levée des contraintes administratives et réglementaires (déréglementation par les prix et par les quantités)
 - Exemple : abandon du contrôle des changes à partir de 1985 en France (en 1979 au R.-U.), fin de l'encadrement du crédit en 1987
- A la fois cause et conséquence : les innovations financières
- Déplacement du champ d'application de la réglementation financière en offrant aux institutions financières une plus grande liberté, tout en réorganisant les procédures de supervision prudentielle
 - parallèlement à la déréglementation, re-réglementation

Le décloisonnement (1)

- Intégration croissante des marchés.
 - Déspécialisation des activités financières
 - Ouverture des activités à de nouveaux intervenants, y compris étrangers.

Il s'agit à ce titre d'une forme particulière de déréglementation.

Le décloisonnement (2)

- États-unis : Abrogation, en 1999, du *Glass-Steagall Act* (1933) qui imposait une stricte séparation entre banques commerciales et banques d'investissement. Abrogation, en 1994, du *Mc Fadden Act* (1927) qui imposait des contraintes à l'expansion géographique des banques.
- Royaume-Uni : Big Bang le 27 octobre 1986
- France : Unification du marché du crédit dès 1982, réforme du marché monétaire en 1985 qui permet l'accès de nouveaux agents et la création de nouveaux titres et à la suppression du monopole des agents de change en 1993, remplacés par les Sociétés de Bourse. La loi bancaire de 1984 est également votée dans cette perspective.
- Allemagne et Japon : les mutations sont plus tardives. Au Japon, une pression politique américaine (négociations diplomatiques de 1984) a même été nécessaire pour que le marché financier japonais s'ouvre aux capitaux étrangers.

Les eurodevises

- Un **dépôt offshore** est un dépôt bancaire libellé dans une monnaie différente de la monnaie du pays où la banque réside
- Exemple : un dépôt en dollars dans une banque à Paris, un dépôt en yen dans une banque à Londres .
- Attention : terminologie ambiguë !

L'essor du marché des eurodevises

- Volume croissant du commerce international à la fin des années 1950
- En 1957, au plus haut de la crise de la balance des paiements, le gouvernement britannique interdit aux banques locales de prêter des livres sterling pour financer du commerce non britannique. En réaction, les banques britanniques ont commencé à collecter des dépôts et à octroyer des prêts en dollars.
- Guerre froide entre les Etats-Unis et l'Union Soviétique.
- La réglementation Q imposée par la Réserve Fédérale (Fed) aux banques américaines (abolie en 1986) fixe un plafond sur la rémunération des dépôts à terme dans les banques américaines. A la fin des années 1960 le taux d'intérêt du marché dépasse ce plafond. Les banques décident de contourner la réglementation en empruntant auprès de leurs filiales européennes.
- Les deux chocs pétroliers

Titrisation : généralités

- La titrisation consiste à rendre négociable une créance jusque-là non négociable.
- C'est le mécanisme par lequel une banque peut soustraire de son bilan des créances pour les céder sur le marché auprès d'autres investisseurs.
- *A priori*, tous les crédits sont susceptibles d'être titrisés : crédits immobiliers, crédits automobiles, voire encours de cartes bancaires...
- Les intermédiaires financiers peuvent « marchéiser » une partie de leur actif jusqu'ici non fongible. Cela permet aux établissements de crédit d'améliorer la liquidité de leur bilan et de réduire leurs besoins en capitaux propres.

La titrisation : définitions (1)

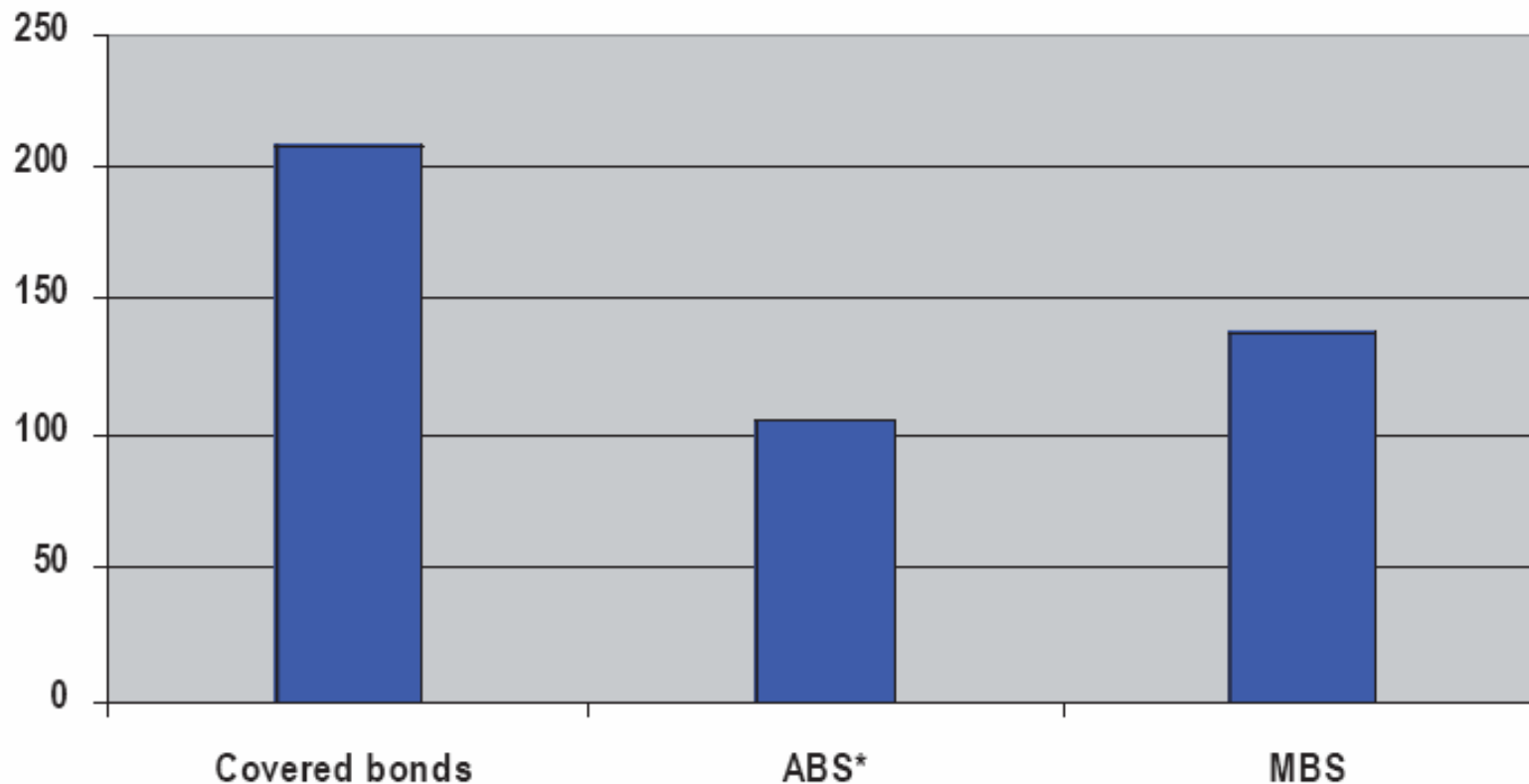
- **Titrisation on-balance sheet** : Un établissement de crédit émet des titres gagés sur un pool de créances, lesquelles demeurent inscrites à son bilan mais sont cantonnées juridiquement (Covered bonds US, Pfandbriefe allemands, obligations foncières en France).
- **Titrisation off-balance sheet** : impacte directement le bilan de l'établissement de crédit qui cède à une institution spécifique, le SPV (Special Purpose Vehicle) les créances qu'il souhaite réaliser.
 - MBS (Mortgage Backed Securities) lorsque les créances titrisées sont des crédits hypothécaires
 - ABS (Asset Backed Securities) pour les autres opérations, comme par exemple la titrisation de prêts à la consommation ou de prêts automobile.
 - CDO (Collateralised Debt Obligations). Alors que les ABS sont adossés à un portefeuille d'actifs homogènes et présentant un nombre important de lignes, les CDO font davantage jouer le principe de diversification (à travers un portefeuille diversifié/hétérogène) et sont en règle générale composés d'un nombre de lignes plus réduit.
 - Collateralised Loans Obligations : prêts
 - Collateralised Bonds Obligations : titres obligataires

La titrisation : définitions (2)

- Le SPV finance l'acquisition de ces créances par l'émission de titres. Les revenus versés aux détenteurs de ces titres proviennent directement des revenus engendrés par les créances inscrites à l'actif du SPV.
- Pass-through : Les revenus issus des actifs sont reversés aux différents créanciers de manière identique, i.e. sans établir de distinction entre chacun d'eux et au prorata de leur investissement.
- Pay-through : Offrir aux investisseurs des titres présentant des propriétés différentes (en termes notamment d'exposition au risque de crédit et de pré-paiement). Une telle structuration du passif est obtenue en recourant à la technique de la subordination, qui consiste à établir une hiérarchie au sein des porteurs de parts.

La titrisation en Europe (1)

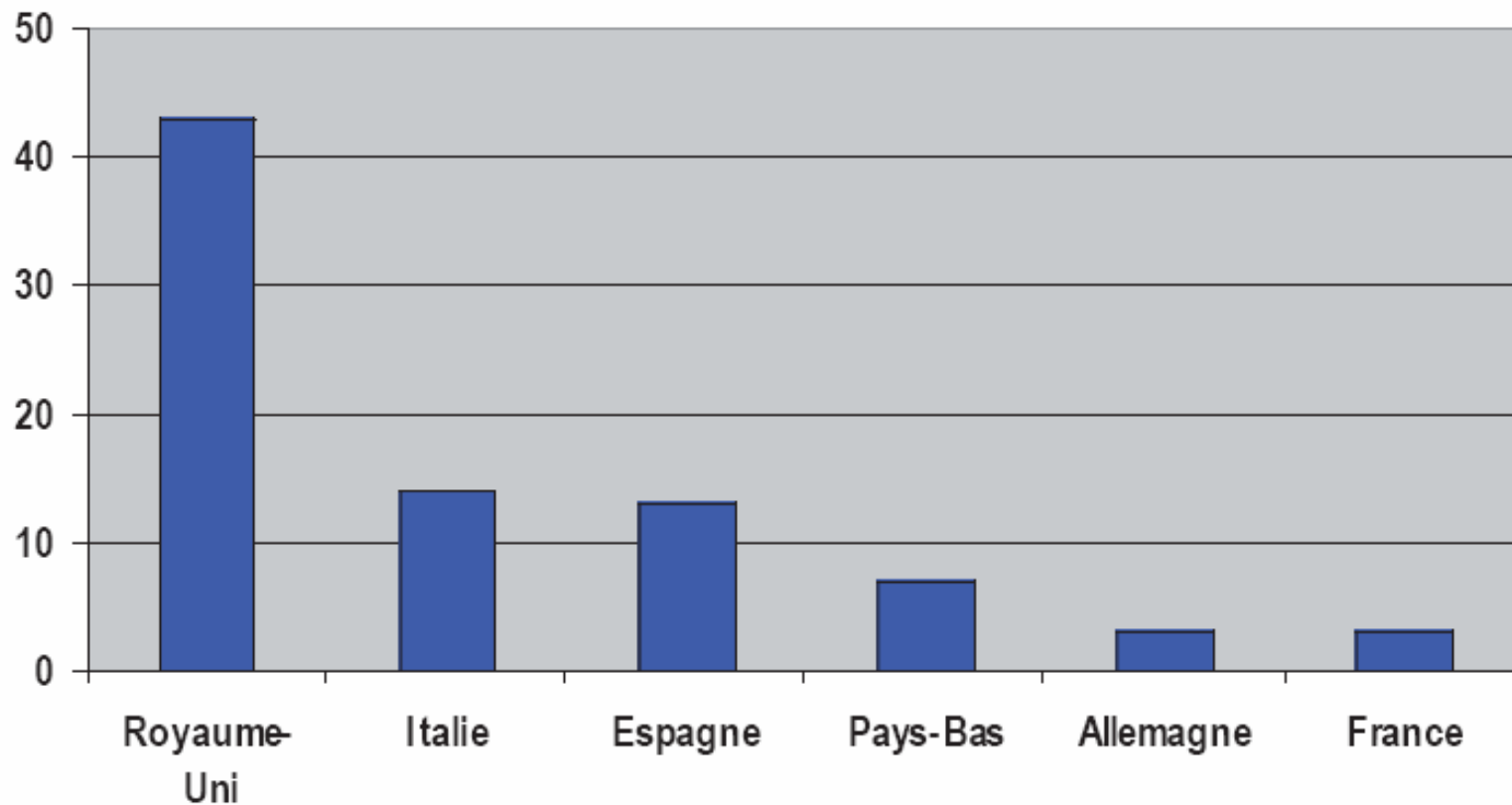
Émissions brutes de véhicules de titrisation en Europe en 2004
(milliards d'euros)



D'après Demartini & Pansard (AMF, 2005). Sources : Dealogic Bondware, European Securitisation Forum

La titrisation en Europe (2)

Répartition géographique des opérations de titrisation
(ABS/MBS) en Europe en 2004
(% des montants émis)



D'après Demartini & Pansard (AMF, 2005). Sources : Dealogic Bondware, European Securitisation Forum

La bancassurance

- Rapprochement croissant entre les banques et les sociétés d'assurance
 - La distribution de produits d'assurance se fait de plus en plus souvent au guichet des banques, tandis que les sociétés d'assurance n'hésitent plus à offrir des services bancaires à leurs clients.

La globalisation financière

- Globalisation financière :
 - unité de temps (marchés fonctionnant 24 h sur 24),
 - unité de produits (uniformes au niveau mondial)
 - unité de lieu (marchés décloisonnés et interconnectés)
- Entre 1990 et 2000, selon la *WFE* :
 - **Capitalisation boursière mondiale X 3** pour atteindre plus de 30 000 milliards de dollars US, avant de redescendre à environ 20 000 en 2003.
 - **Montant des transactions x 10**

PLAN

Les marchés financiers dans l'économie

- Introduction (quelques définitions...)
- La mutation financière
- **Les innovations financières**
- Une tentative de bilan

Les innovations financières : un ensemble vaste et hétérogène

- **1er critère :**
Innovations radicales / incrémentales
- **Faiblement discriminante :**
 - Le plus souvent, les innovations financières ne font que compléter le menu des actifs financiers
 - Pas de transformation brutale, mais plutôt modification à la marge de certaines caractéristiques déjà existantes

Typologie schumpétérienne des innovations financières

- **Les innovations de processus** : intégrer une innovation technologique à l'univers des marchés financiers (les NTIC).
- **Les innovations de produits** : apparition de nouveaux produits financiers ou la modification de produits existants.
- **Les innovations de marché** : création de nouveaux marchés financiers ou à la modification du fonctionnement d'un marché existant.
- *Nouvelles matières premières, i.e. de nouvelles formes de dépôts collectés auprès de nouveaux clients (Livret d'Épargne Populaire en 1982, Livret Jeune en 1986, etc.)*
- *Nouvelles formes organisationnelles* : formation de conglomérats financiers, bancassurance, etc.

Les spécificités de l'innovation financière

- Hybride (ex : les trackers)
 - Facilité avec laquelle elles se copient
 - Un produit ou un service financier n'est rien d'autre qu'un contrat conclu entre deux parties. Les concurrents peuvent toujours proposer un contrat offrant quasiment les mêmes caractéristiques, à quelques différences près et à faible coût.
 - La copie est possible du fait de la non-brevetabilité des innovations financières. Les brevets concernent exclusivement les inventions et les exploitations industrielles et commerciales qui en découlent ; un contrat ne peut donc faire l'objet d'un dépôt de brevet.
 - Le seul exemple de brevet, déposé par Merrill Lynch en 1977 : le CMA (*Cash Management Account*).
 - Ce qui est vrai pour les contrats ne l'est toutefois pas pour les innovations technologiques (ex : carte à puce brevetée en 1974 par Roland Moreno).
- Diffusion rapide des innovations financières

La diffusion des innovations financières

- Les phases du cycle de vie de l'innovation financière s'enchaînent très vite
- Les innovations financières disparaissent rarement : ***effet de cliquet***
 - Contrairement à l'innovation industrielle, qui peut consister à remplacer un produit par un produit plus performant, l'innovation financière a le plus souvent pour conséquence d'ajouter un produit à une gamme de produits déjà existants et qui continuent d'exister (ex : SICAV monétaire)
- Les innovations financières se diffusent aisément au niveau international.
 - Décalages entre les pays
États-unis → pays anglo-saxons → autres pays industrialisés → pays émergents

Le pays suiveur n'est pas intrinsèquement désavantagé : l'Allemagne, très en retard sur les autres pays, y compris les pays d'Europe continentale, a su efficacement tirer parti de l'expérience accumulée par les autres pour s'imposer comme une place financière dominante.

Les explications théoriques de l'innovation financière

- L'approche par la demande (Desai et Low, 1987)

L'innovation financière est le moyen de créer de nouvelles combinaisons de caractéristiques et ainsi d'offrir aux consommateurs des produits qui correspondent plus précisément à leurs préférences.

- L'approche par l'offre (William Silber, 1975)

La dynamique de l'innovation financière est le résultat des stratégies des institutions financières pour s'affranchir des contraintes auxquelles elles sont confrontées.

Gagner des parts de marché et se démarquer de la concurrence

- Offrir à ses clients un produit qui correspond à une de leurs attentes non satisfaites est un moyen de les fidéliser, voire d'en attirer de nouveaux.
- Même si les innovations financières sont difficilement brevetables, les intermédiaires financiers continuent d'innover et d'investir massivement dans la R&D.
- Image de marque favorable associée à un établissement considéré comme innovant et non pas le *first mover advantage* (monopole de courte durée dans le cas des innovations financières) qui incitent les intermédiaires financiers à poursuivre leurs efforts de R&D.

S'affranchir des contraintes réglementaires

La dialectique réglementaire (Edward Kane, AER 1983)

- Stratégies antagonistes de 2 catégories d'agents :
 - Les institutions financières (banques et marché) cherchent à contourner la réglementation pour s'affranchir de contraintes qu'ils jugent excessives ou pour faire des économies, fiscales notamment.
 - La fragilisation éventuelle du système financier ou l'inefficacité croissante de la réglementation en vigueur pousse la puissance publique à réagir pour prendre en compte les innovations récentes. Cette réaction peut prendre la forme d'une déréglementation ou, et c'est le cas le plus fréquent, d'une adaptation de la réglementation existante.
- Course de vitesse est à l'avantage des institutions financières, dont la vitesse de réaction est plus importante.
- Cette dialectique s'applique bien aux pays anglo-saxons où l'innovation financière est d'origine privée, mais elle est moins pertinente pour expliquer la situation en Europe continentale, où l'innovation est souvent d'origine publique

Mieux gérer les risques

- Hausse de la volatilité
 - Taux de change (Abandon du Système de Bretton Woods)
 - Taux d'intérêt (Changement de politique monétaire)
 - Marchés boursiers
 - Création des marchés dérivés

PLAN

Les marchés financiers dans l'économie

- Introduction (quelques définitions...)
- La mutation financière
- Les innovations financières
- **Une tentative de bilan**

Bilan de la mutation financière :

Avantages

- Plus large éventail des produits à disposition des agents → meilleure allocation des ressources au sein de chaque système financier national et entre systèmes.
- Intégration croissante des marchés et apparition de nouveaux acteurs → diminution des coûts de transaction.
- Progrès des technologies de communication → meilleure diffusion de l'information et une plus grande efficacité des marchés.
- Essor des produits dérivés → les risques sont mieux répartis entre les agents qui désirent se couvrir et ceux qui désirent spéculer.

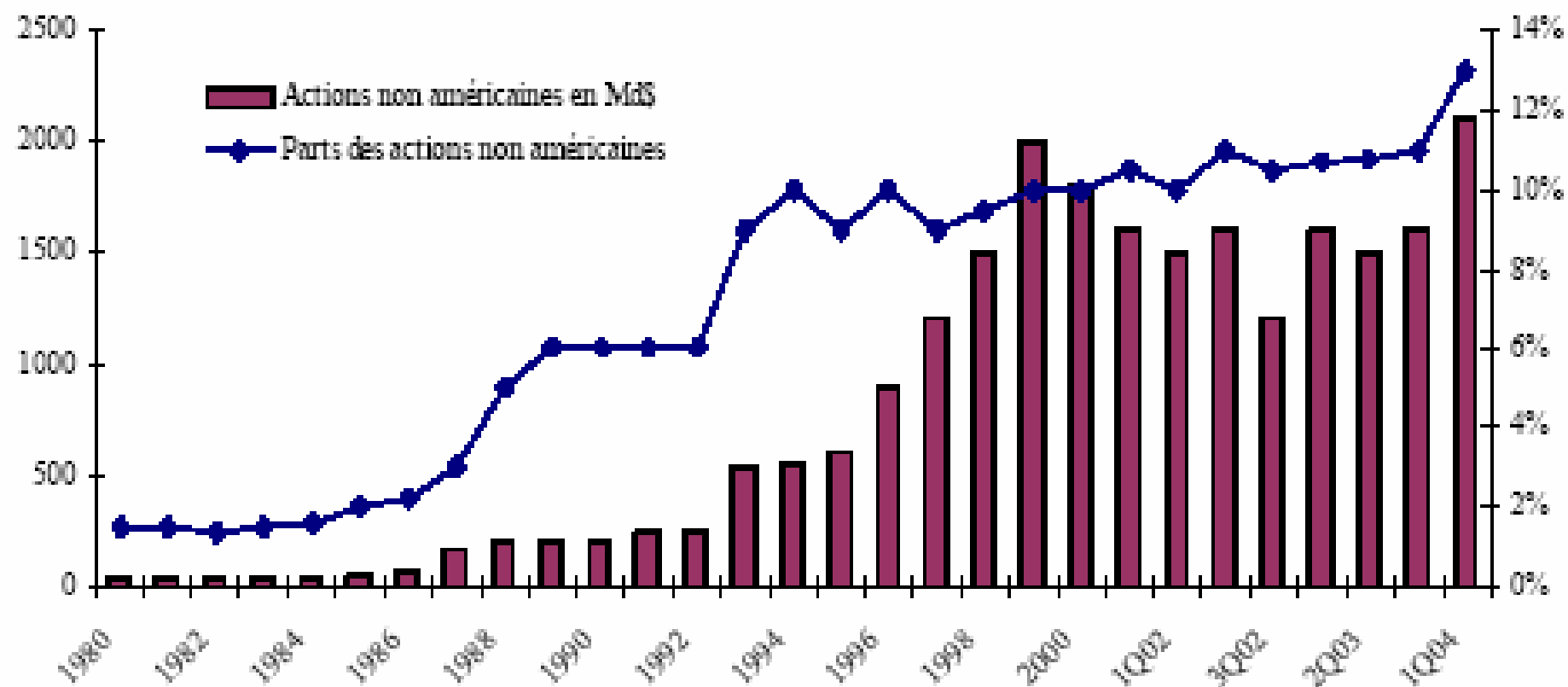
La globalisation financière

- **Meilleure diversification**

- Valeur des actifs étrangers détenus par des résidents américains en % du stock de capital US
 - 6,2% en 1970
 - 35% en 2003
- Valeur des actifs américains détenus par des étrangers en % du stock de capital US
 - 4% en 1970
 - 48% en 2003

Rq : En France, fin 2004, les non-résidents détenaient près de la moitié de la dette publique négociable, contre 20% en 1997, et plus de 40% du capital des entreprises du CAC 40.

- Mais si les portefeuilles des investisseurs étaient parfaitement diversifiées, ils devraient refléter le poids de chaque pays
 - Exemple: les Etats-Unis devraient investir 80% dans des actifs étrangers et les actifs américains devraient être détenus à 80% par des non-résidents



Source : US Federal Reserve, juin 2004.

TABLE 21-1 Gross Foreign Assets and Liabilities of Selected Industrial Countries (percent of GDP)

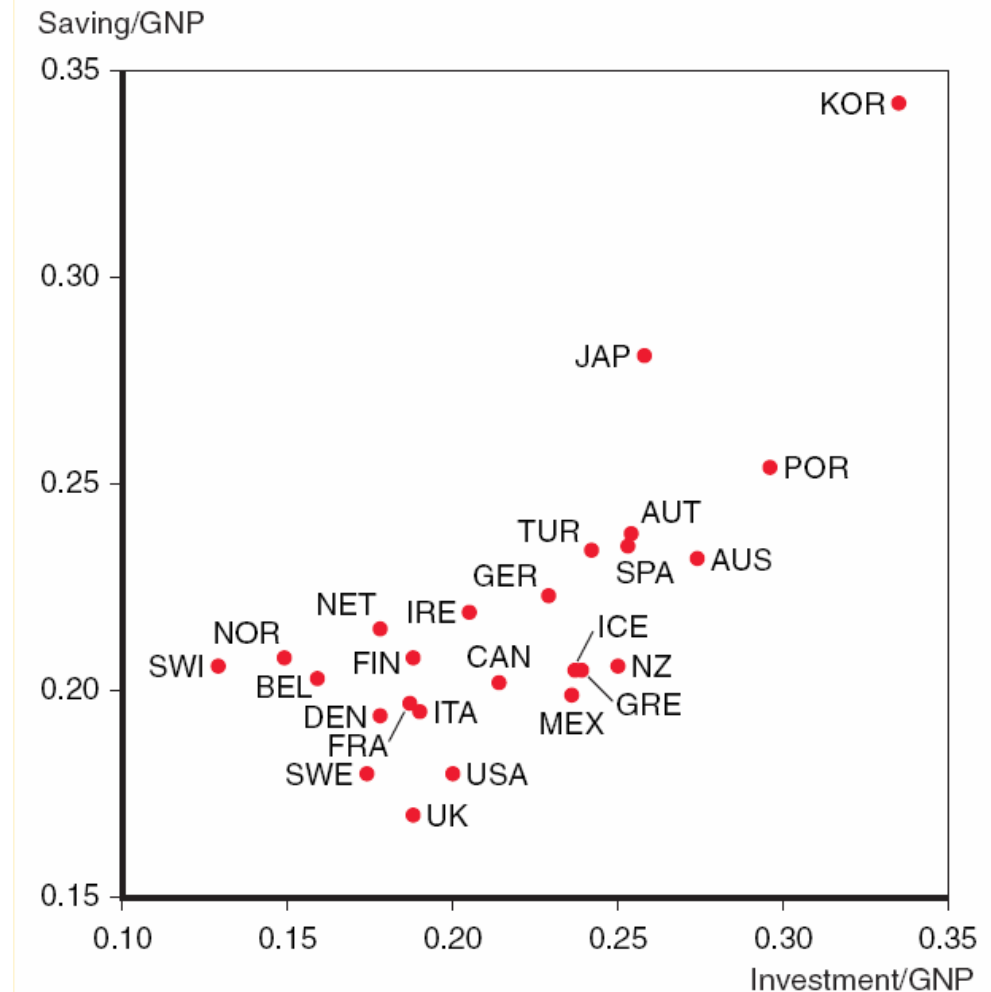
		1983	1993	2003
Australia	Assets	13	33	68
	Liabilities	52	89	136
Canada	Assets	34	49	95
	Liabilities	70	90	93
France	Assets	40	69	165
	Liabilities	45	78	172
Germany	Assets	38	66	148
	Liabilities	31	55	139
Italy	Assets	23	43	102
	Liabilities	27	54	111
Netherlands	Assets	94	150	374
	Liabilities	73	134	384
United Kingdom	Assets	152	208	352
	Liabilities	136	203	357
United States	Assets	29	45	70
	Liabilites	25	49	96

Source: Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti, "Financial Globalization and Exchange Rates." Photocopy, Trinity College, Dublin and IMF, June 2004.

Test de Feldstein-Horioka

si le marché international des capitaux fonctionne correctement, alors les taux d'investissement et d'épargne nationaux doivent diverger

Saving and Investment Rates for 25 Countries, 1990–2001 Averages. Source : World Bank



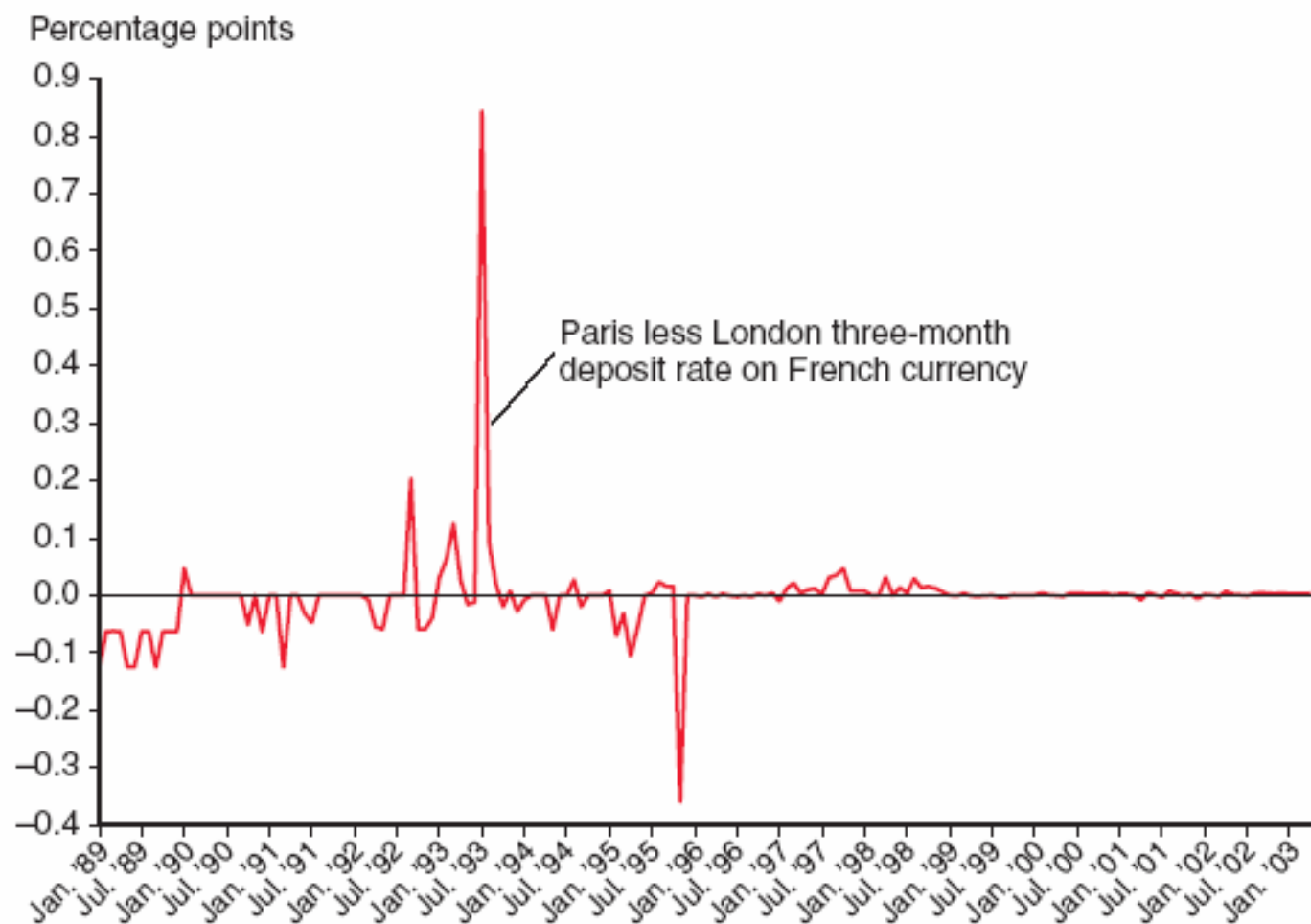


Figure 21-3

Comparing Onshore and Offshore Interest Rates for France

The difference between the London and Paris interest rates on French-currency deposits has approached zero as international capital mobility has grown.

Source: *Datastream*, monthly data.

Bilan de la mutation financière :

Inconvénients

- Instabilité accrue du système financier
- Résurgence du phénomène des bulles spéculatives.
- L'interconnexion des marchés a favorisé les phénomènes de contagion entre les places financières.
- L'essor des marchés dérivés va de pair avec une concentration des risques individuels → risque systémique (macroéconomique et non diversifiable), i.e. possibilité d'une crise de grande ampleur, causée par la défaillance d'un élément du système financier qui se propage aux éléments voisins (risque de contagion, puis risque d'illiquidité) avant d'affecter la sphère financière tout entière, voire la sphère réelle