

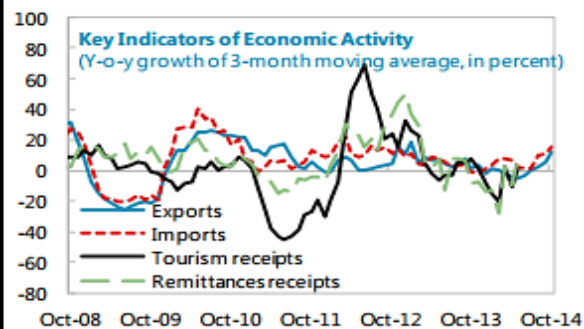
Globalisation des marchés et crise financière globale

2009-2015

Dr. Michel Henry Bouchet
ESC-Sfax Février 2015

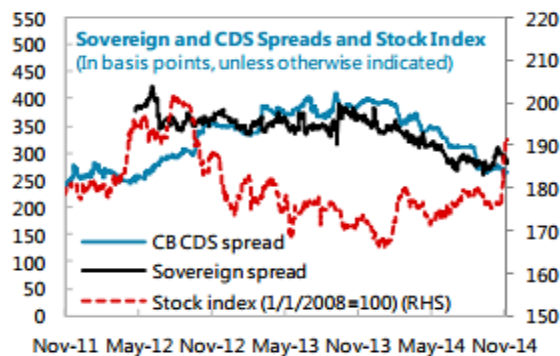
Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

1. Impact de la crise globale et du « printemps arabe » sur l'économie tunisienne



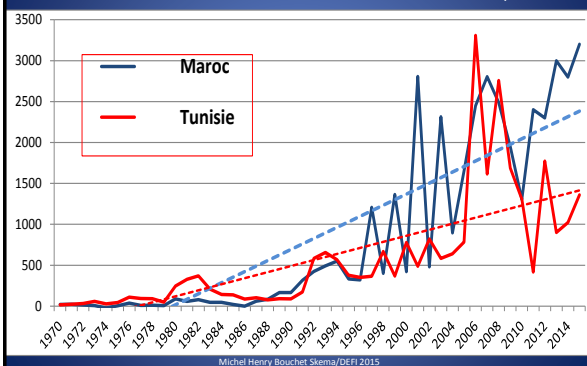
Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

2. Impact de la crise politique sur le risque-pays



Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

Flux d'investissements directs étrangers Maroc-Tunisie 1970-2015 en millions de \$



Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

Les sous-jacents des crises financières?



- L'économie de marché= une économie « bouillioire »
- **Causes multiples?** NTIC, contagion, titrisation, notation, politique monétaire, partage de la VA, effet richesse, modèles black box, aléa moral des garanties publiques implicites, Bâle III...
- Évolution d'une culture du **crédit bancaire** vers une culture de l'effet de levier et de la **spéculation**
- Fin du mythe du marché financier « efficient »

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

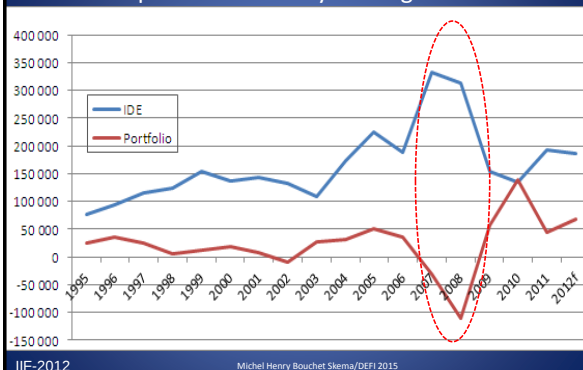
Crise des Subprimes: Origine, déclenchement et contagion?

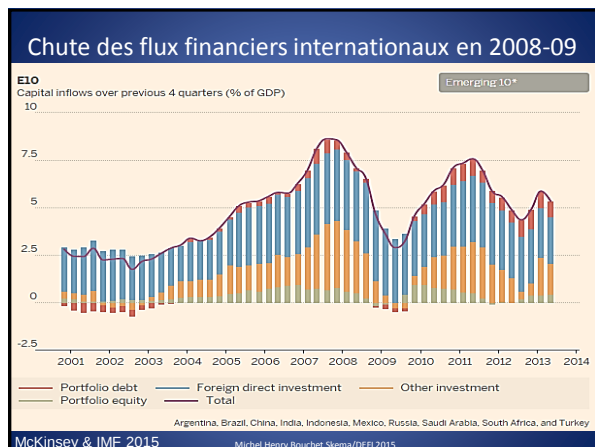


Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015



Contamination globale par chute des Investissements privés vers les Pays Emergents





La dynamique de crise auto-entretenue 2007-2015

1. Eclatement de la bulle aux USA (été 07-fin 2008-Lehman Brother)
2. Paroxysme de la crise systémique (septembre 2008-mars 2009) ; effet richesse négatif; liquidations et faillites en chaîne
3. Sauvetage du système financier par les États
4. Soutien monétaire et reprise conjoncturelle
5. Désendettement secteur privé = hausse de la dette publique = dégradation par les agences de notation: ralentissement de la croissance dans l'OCDE, et impact sur le commerce global
6. Menace de déflation et injections de liquidités par QE du Fed
7. *Carry trade* des banques qui recyclent leurs liquidités non dans le crédit mais dans les banques centrales!
8. 2012-13: dégradations en chaîne et credit crunch! Chute de la croissance globale
9. 2015: QE de la BCE contre la menace de déflation

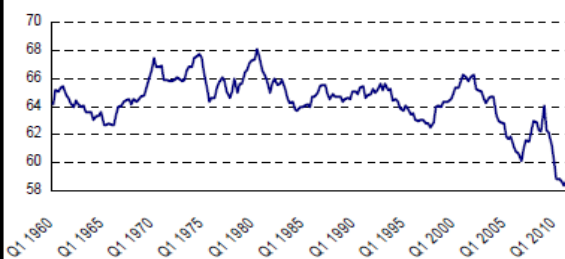
Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

VIDEO-JOSEPH STIGLITZ les risques de la GLOBALISATION

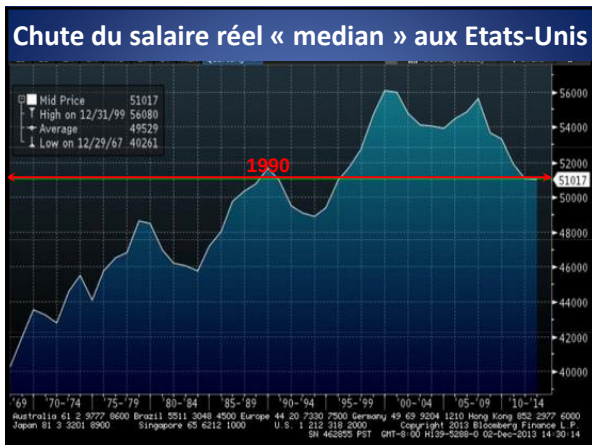


Déformation du partage de la VA entre revenus du capital/revenus du travail= politique de soutien de la consommation par le crédit

Etats-Unis: ensemble des entreprises, part de la masse salariale dans la valeur ajoutée (%)



Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015



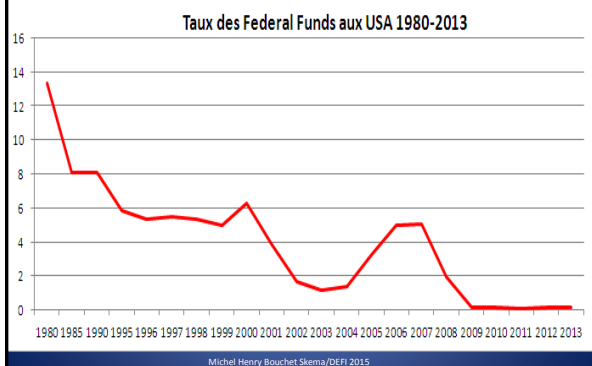
Un ensemble d'éléments convergents pour une croissance dopée à l'endettement ... 1980-2008

1. Des taux d'intérêt historiquement bas
2. Un taux de chômage proche du plein emploi
3. Une liquidité abondante et bon marché
4. Une croissance stable avec inflation contenue
5. Un effet-ricesse favorisant la bulle boursière et immobilière
6. Des exportations dopées par une baisse continue du dollar

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

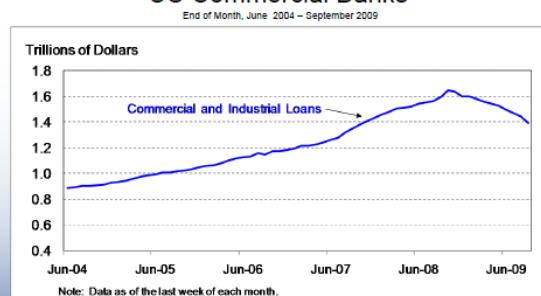
Source: FRED
(http://www.federalreserve.gov/)

Une politique monétaire US très accommodante = crédits abondants et pas chers + baisse du dollar



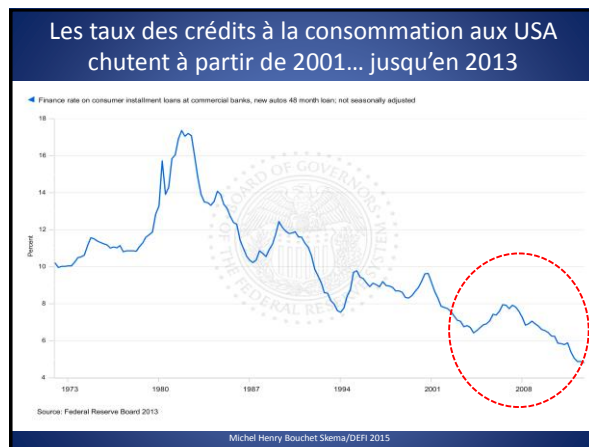
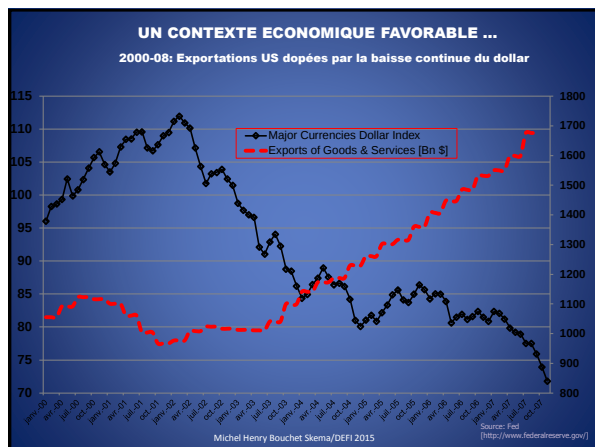
La montée des crédits bancaires

Commercial and Industrial Loans Outstanding at US Commercial Banks

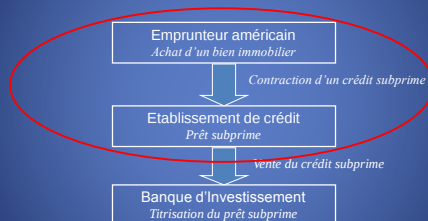


Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

Source: Federal Reserve Board / Haver Analytics



Du crédit sub-prime à la créance titrisée



Phase I - Une crise limitée aux établissements de crédit

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

Qu'est-ce que la titrisation ?

• Définition & Procédé

- Technique financière qui vise à transformer des actifs peu liquides en valeurs mobilières négociables



Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

La titrisation: L'art de transmettre le risque globalement

Titrisation: Technique permettant de céder à un établissement financier les risques liés à certaines créances

Les avantages

- Transfert du risque
- Transformation d'actifs peu liquides en valeurs mobilières négociables
- Possibilité de transformer des actifs risqués en actifs avec notation grâce au collatéral
- Une gestion du bilan
- La discrétion et le maintien de la relation avec le client
- L'extraction de valeur

Les inconvénients

- Des structures complexes
- Une diminution de la transparence= Opacité
- Risque de crise de liquidité

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

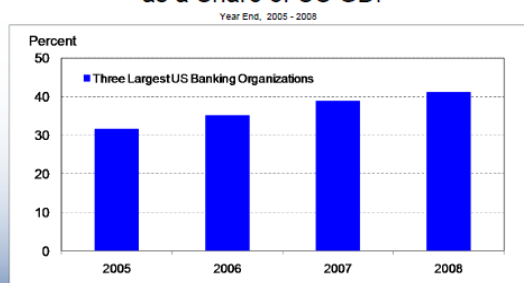
Actifs résultant de l'opération de titrisation

- Asset-Backed-Commercial-Papers (ABCP)
 - Court terme : émission de papier commercial
- Mortgage Backed Securities (MBS)
 - Obligations long terme
 - Actifs sous jacents : prêts hypothécaires
 - Marché américain
- Asset Backed Securities (ABS)
 - Obligations long terme

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

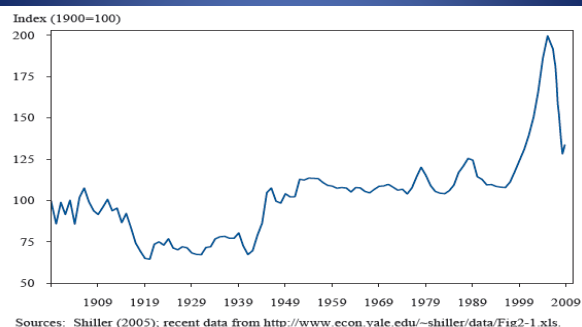
Un système bancaire US très concentré et opaque

Assets of Three Largest US Banking Organizations as a Share of US GDP

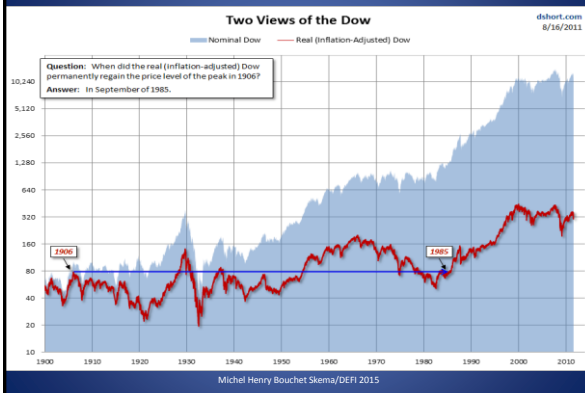


La montée de la bulle immobilière US

US House real prices 1900-2010



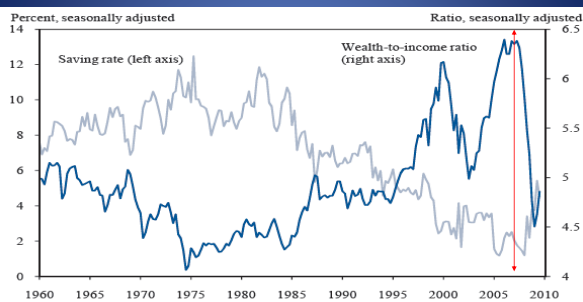
Bulle boursière et « effet richesse » 1900-2011



1994-2015 ... La politique monétaire encourage la hausse des marchés boursiers

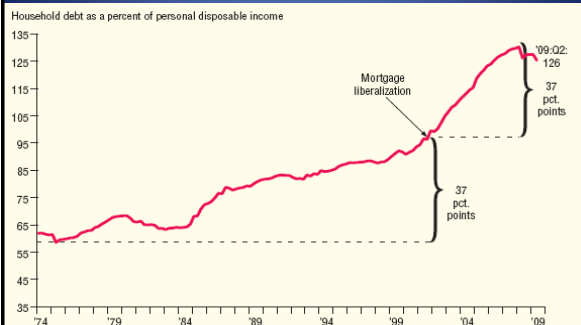


Bulle immobilière et « effet richesse »

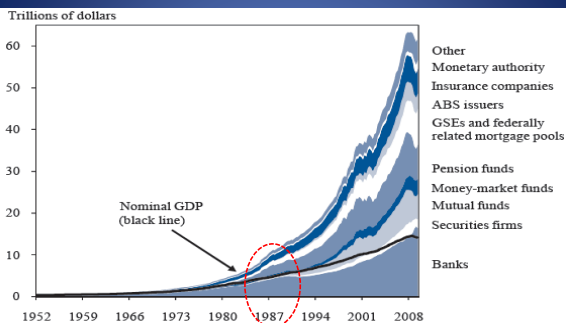


Michel Henry Bouchet-Skema/DEFI 2015

Effet richesse et endettement privé

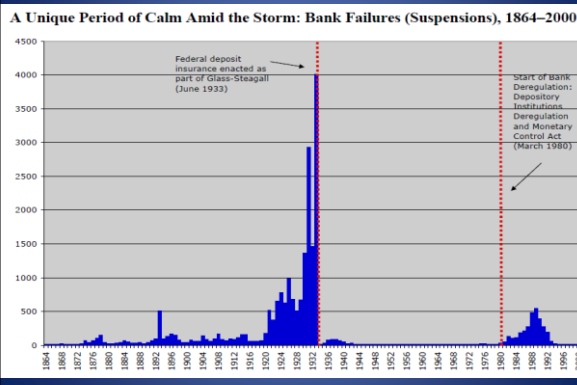


Bâle I = Début de la titrisation: émergence d'un système financier non-bancaire

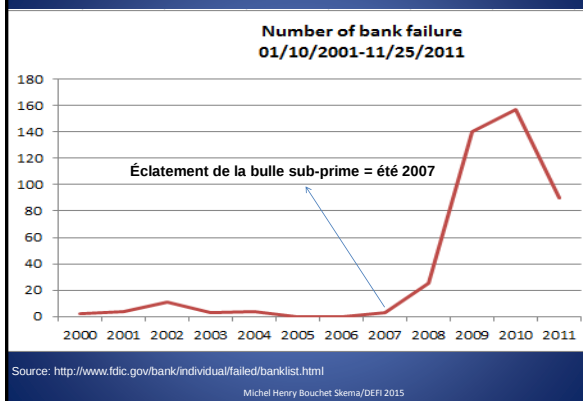
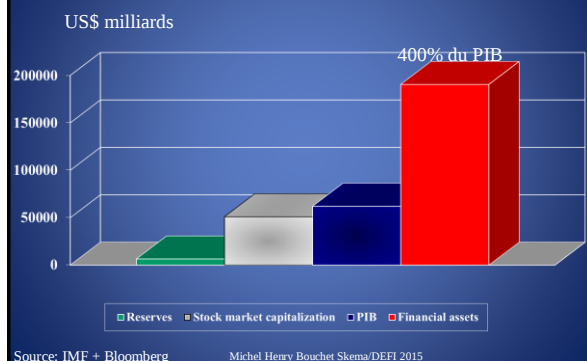


Michel Henry Bouchet-Skema/DEFI 2015

Le coût de la dérégulation bancaire (1980 et 1999)



La transmission de la crise sub-prime au système bancaire américain

Suprémie du financier sur l'économie
(du « virtuel » sur le « réel »)From *shadow banking* to *narrow banking*?

- Knight 1921: risque vs incertitude
- Quel mode de régulation du système financier?
- Le risque peut être modélisé (probabilités mathématiques d'un événement aléatoire, VAR)
- Modèles: les données de marché suivent un processus stochastique et dépendent des observations passées (*le futur prolonge le passé*)
- Hypothèses: Le risque doit être exogène, pas de *fat tails*, loi gaussienne, corrélations constantes entre actifs...= risque de marché + risque de modèle

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015



Critique de l'hypothèse d'efficacité des marchés et finance comportementale

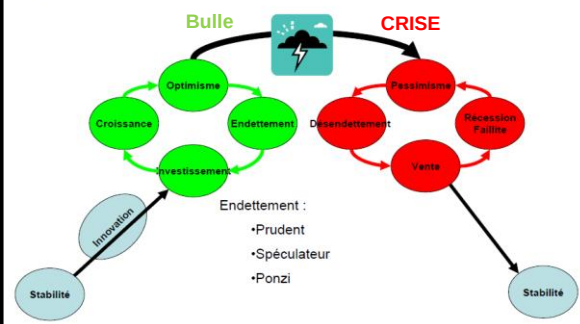
Smith (1778), E. Fama (1965) & Michael Jensen (1978)

- J. M. Keynes
- Shiller-Akerlof
 - J. Stiglitz
- P. Krugman
- B. Mandelbrot
- H. Minsky

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

L'analyse de Minsky

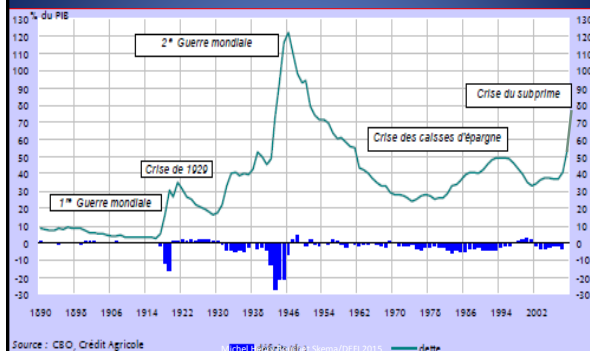
- La stabilité déstabilise



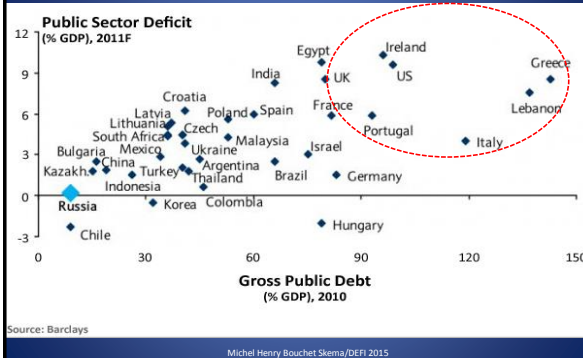
Source: B Gros Lambert

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

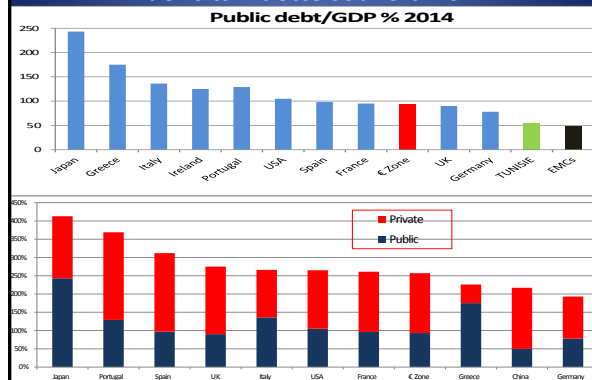
« Sauvetages bancaires » = substitution de dette publique à la dette privée: US government debt / PIB % 1890-2009



Les flux de déficit augmentent les stocks de dette



Crise + programme de soutien bancaire= déficits + dette souveraine

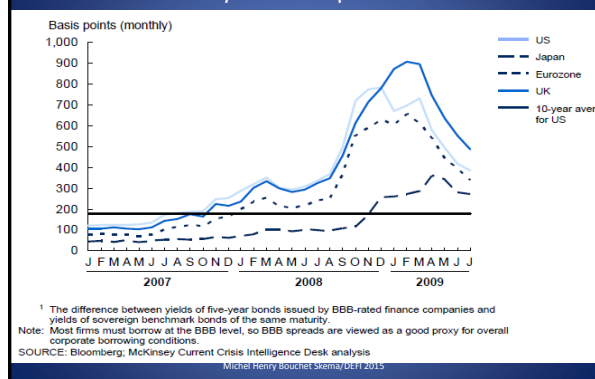


Corrélations entre dette publique, croissance, et inflation? Rogoff & Reinhart, 2010-2012

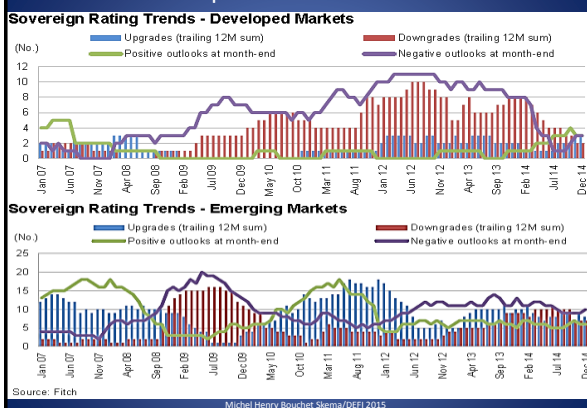
- Corrélation entre dette et croissance économique à partir d'un seuil de **90% du PIB** dans les pays de l'OCDE. Chute de la croissance moyenne de 1%.
- Seuil inférieur dans les pays émergents = dette/PIB > 60% avec chute de la croissance en moyenne de 2%/an et hausse de l'inflation
- Mais quid de corrélation inverse? Une faible croissance augmente, mécaniquement, les ratios de solvabilité dette/PIB ?

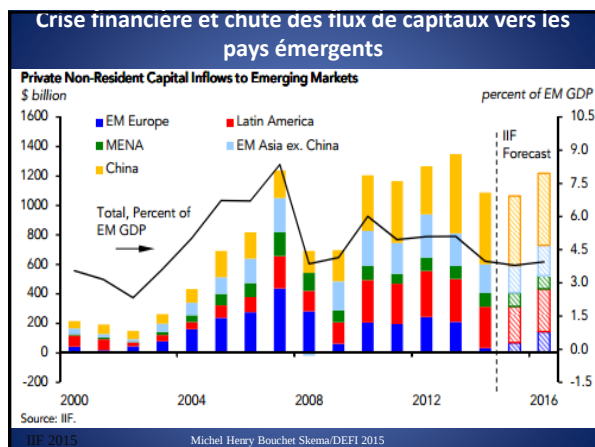
Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

Le coût de la crise de confiance: credit spreads en pts de base



Notation des emprunteurs souverains début 2015





La régulation financière?

- Qu'est-ce qu'un régulateur = un arbitre vigilant

1. Défi : globalisation des marchés / régulation régionale ou nationale
2. Défi: des normes comptables sur des systèmes financiers de structures différentes= enjeu de rivalités et de compétitivité
3. Défi : marchés non réglementés ni supervisés (OTC ou « gré à gré » sur taux, CDS, actions, devises, matières premières, CDS = \$600,000 mds)
4. Défi: pas de signaux « avancés » de **risque et de crise** !

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

Les risques de la régulation financière

- Ne pas se tromper de cible: D'où vient le risque?
- Régulation macro-prudentielle et risque systémique: ? Sans coordination globale, le capital va migrer vers des places moins régulées!
- La régulation stimule l'innovation financière et contribue à l'opacité (Bâle I & II hors bilan, dérivés de crédit et CDS, procyclicalité)
- Le régulateur « pompier pyromane »?

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

La réaction des banques centrales contre le double risque systémique et la déflation



QE USA 2009-2014

- Achat de \$80 milliards de asset backed securities
- Financial Stability Oversight Council (banques + assurances)
- *Back to Glass-Steagall*: stricte frontière banques - hedge funds (trading pour compte propre)
- Hausse du ratio de capitalisation des holdings bancaires



QE BCE 2015-2016

- Achat de titres souverains
- €60 milliards/mois
- Total de €700-1000 milliards
- Taux négatifs pour les liquidités bancaires

Michel Henry Bouchet Skema/DEFI 2015

Le programme de relance monétaire de la BCE:

01-2015

Pays	Part du capital de la BCE (%)	Achats mensuels de dette souveraine et d'agence (total de 44 Mds EUR, réparti selon les parts de capital), Mds EUR	Total des achats jusqu'en sept. 2016 (Mds EUR)	Émissions obligataires brutes, prévision pour 2015 (Mds EUR)	Achats annuels de la BCE en % des émissions brutes	Émissions obligataires nettes, prévision pour 2015 (Mds EUR)	Achats annuels de la BCE en % des émissions nettes
Allemagne	25,7	11,3	215,0	150	85%	4	3304%
France	20,3	8,9	169,4	210	51%	71	152%
Italie	17,8	7,7	147,0	260	30%	82	151%
Espagne	12,6	5,6	105,6	142	47%	56	119%
Pays-Bas	5,7	2,5	47,8	50	60%	13	231%
Belgique	3,5	1,6	29,5	34	50%	10	197%
Grèce	2,9	1,3	24,3	10	153%	-7	-232%
Autriche	2,8	1,2	23,4	17	87%	4	360%
Portugal	2,5	1,1	20,8	10	132%	-1	-164%
Irlande	1,8	0,8	15,0	12	79%	7	136%
Pologne	1,7	0,7	13,9	11	80%	9	99%
Slovaquie	1,1	0,5	9,2	7	90%	5	124%
Roumanie	0,5	0,2	4,1	5	52%	4	69%
Total	100	44	837	933	57%	238	222%

Michel Henry Bouchet Slagma/DEFI 2015