



SK

SKEMA BUSINESS SCHOOL
La crise financière globale
MGPF-Paris Campus

Michel Henry Bouchet
Global Finance - SKEMA
www.developingfinance.org

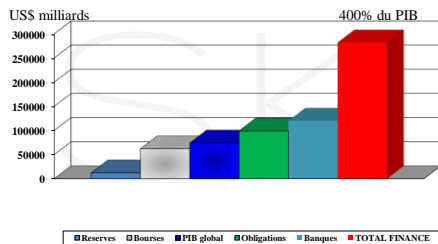
skema   

LES SOUS-JACENTS DES CRISES FINANCIÈRES?



- ▶ L'économie de marché= un marché « bouilliroire »
- ▶ **Causes multiples?** NTIC, contagion, titrisation, notation, politique monétaire, effet richesse, modèles « black box », Bâle III, risque systémique...
- ▶ Globalisation et Hyperfinance
- ▶ 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 »

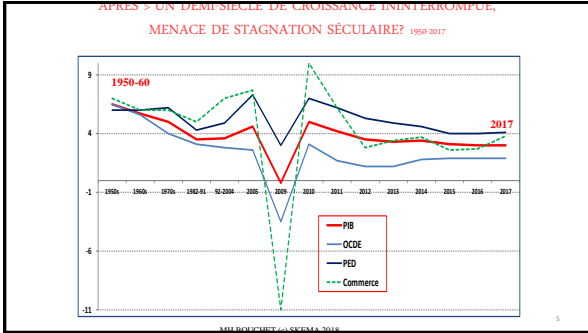
SUPREMATIE DU FINANCIER SUR L'ÉCONOMIQUE (DU « VIRTUEL » SUR LE « RÉEL »)



CRITIQUE DE L'HYPOTHÈSE D'EFFICIENCE DES MARCHÉS ET FINANCE COMPORTEMENTALE

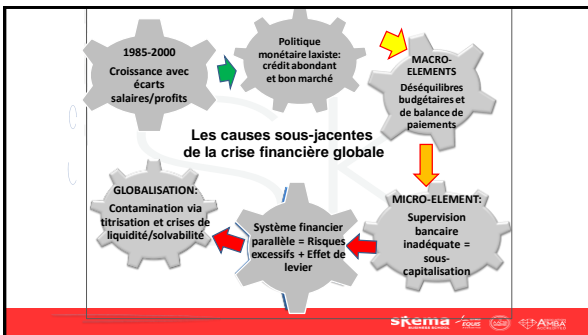
A. Smith (1778), E. Fama (1965) & Michael Jensen (1978)

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



1. CRISE DES SUBPRIMES: ORIGINE, DÉCLENCHEMENT ET CONTAGION

MH BOUCHET (c) SKEMA 2018



LE POINT DE VUE DE PAUL KRUGMAN

Né en 1953. Ph.D Doctorat MIT 1977.
 1982, travaille à la Maison Blanche pour le conseil économique.
 1991: Médaille John Bates Clark. Princeton Univ.
 Focus sur les échanges internationaux et la globalisation.
 « New trade theory" = conséquences de l'augmentation des profits et de la concurrence imparfaite dans le commerce international.

MH BOUCHET (c) SKEMA 2018

LE POINT DE VUE DE PAUL KRUGMAN SUR LA GLOBALISATION

- ▶ Dans les années 80 l'ouverture des frontières commerciales était considérée comme solution efficace pour réduire les risques de crises financières.
- ▶ Aujourd'hui l'accroissement des interdépendances est un facteur aggravant des crises. Les économies sont certainement plus efficaces mais sont beaucoup plus vulnérables aux crises brutales du fait de la volatilité des capitaux.

MH BOUCHET (c) SKEMA 2018

9

La vision de Paul Krugman sur la crise asiatique de 1997-1998

- « Même logique d'enchaînement des catastrophes en Asie : les investisseurs, principalement mais pas exclusivement des banques étrangères qui avaient contractées des emprunts de court terme, ont tous retiré leur capitaux au même moment ».
- Crise bancaire parce qu'aucune banque ne peut convertir ses actifs en un très court délai.
 - Crise monétaire car les investisseurs paniqués essayaient non seulement de convertir les actifs de long termes en cash mais aussi leurs Bahts et leurs Roupie en Dollars.
 - Une crise gouvernementale et de gouvernance

MH BOUCHET (c) SKEMA 2018

10

LE POINT DE VUE DE JOSEPH STIGLITZ



MH BOUCHET (c) SKEMA 2018

11

JOSEPH STIGLITZ: IDÉES FORCES

- ▶ La pauvreté est un « affront à la dignité humaine »
- ▶ Les gouvernements du G7 poussent les pays en voie de développements à libéraliser leurs économies et ouvrir leurs frontières tandis que de leurs côtés ils maintiennent des barrières protectionnistes et renforcent les lois sur la propriété intellectuelle.
- ▶ Les politiques du FMI basées sur l'hypothèse que les marchés sont autorégulateurs et efficaces ne permettent pas l'intervention nécessaire des gouvernements pour réguler le marché.
- ▶ L'information asymétrique empêche l'optimisation du fonctionnement des marchés. Les gouvernements et les marchés sont complémentaires et les gouvernements doivent jouer un rôle limité mais important pour encadrer le développement

MH BOUCHET (c) SKEMA 2018

12

JOSEPH E. STIGLITZ ET LES DÉFIS DU FMI

- ▶ L'accroissement de la transparence du FMI est essentiel, les décisions prises sont faites sur des bases idéologiques et non des faits.
- ▶ Quand des crises économiques surviennent le FMI prescrit des remèdes dépassés, inappropriés et des solutions « standards », sans considérer l'impact sur les populations des pays qui suivent ces prescriptions.
- ▶ Pas de débats sur les conséquences de politiques alternatives. Les politiques d'ajustement structurel du FMI renforcent la pauvreté!
- ▶ Il n'y a pas de conspiration de Wall Street ou du FMI, mais des supposés idéologiques et antidémocratiques qui dominent les prises de décisions politiques.

MH BOUCHET (C) SKEMA 2018

13

VIDEO-JOSEPH STIGLITZ LES RISQUES DE LA GLOBALISATION



MH BOUCHET (C) SKEMA 2018

14

LA DYNAMIQUE DE CRISE AUTO-ENTRETEENUE 2007-2018

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: Soutien monétaire et reprise conjoncturelle
4. 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
5. Menace de déflation et injections de liquidités par QE du Fed
6. Carry trade des banques qui recyclent leurs liquidités non dans le crédit mais dans les banques centrales!
7. 2012-16: dégradations en chaîne et credit crunch! Chute de la croissance globale
8. 2015-2018: hausse des taux de la FED
9. 2015-18: QE de la BCE contre la menace de déflation et taux encore très bas

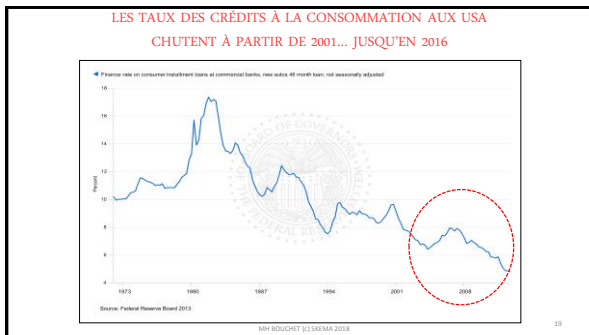
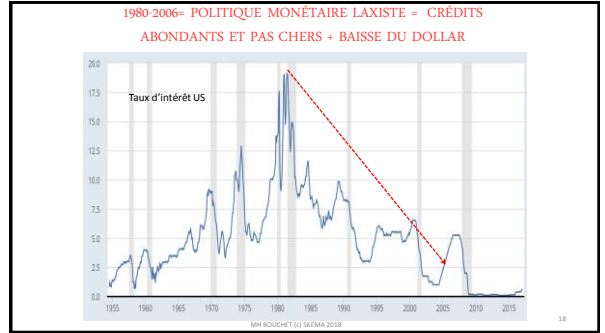
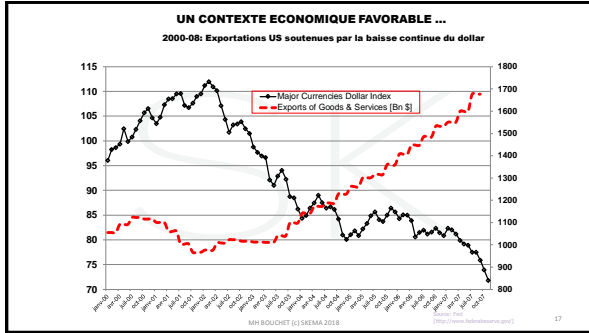
Croissance + addiction à l'endettement 1980-2008

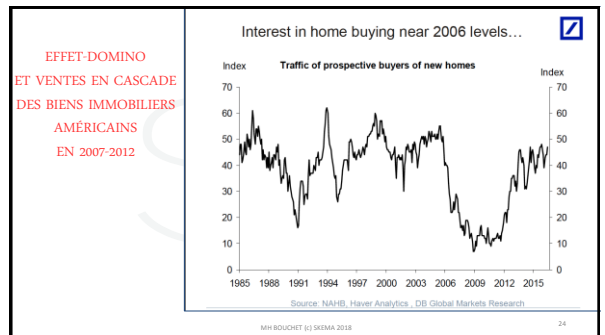
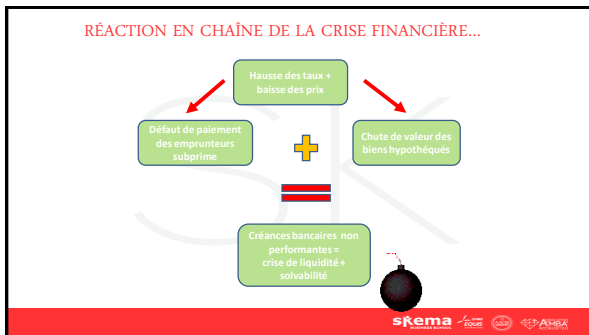
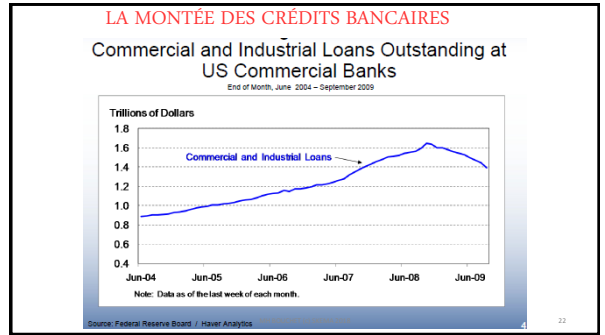
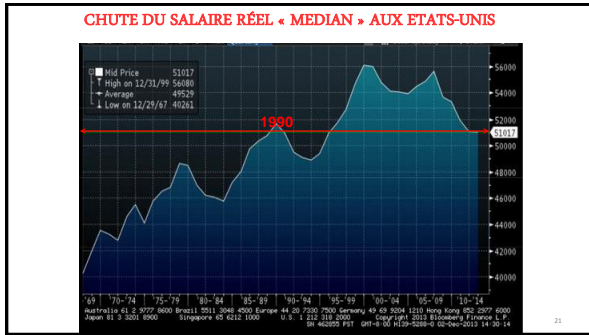
1. Des taux d'intérêt historiquement bas
2. Un taux de chômage proche du plein emploi
3. Une liquidité abondante et bon marché
4. Une croissance stable avec inflation contenue
5. Effet-riche favorisant la bulle boursière et immobilière
6. Des exportations US dopées par une baisse continue du dollar

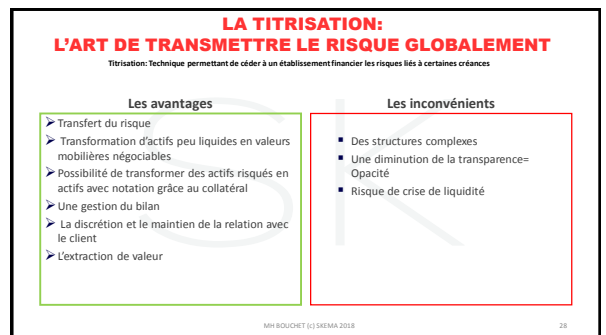
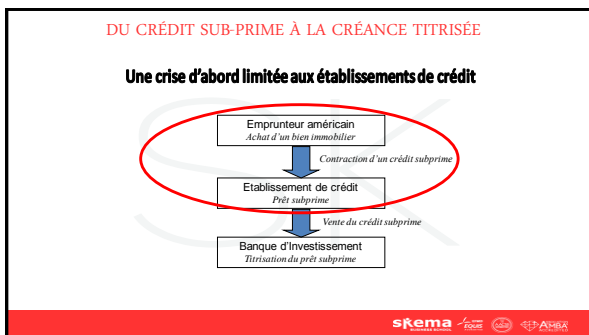
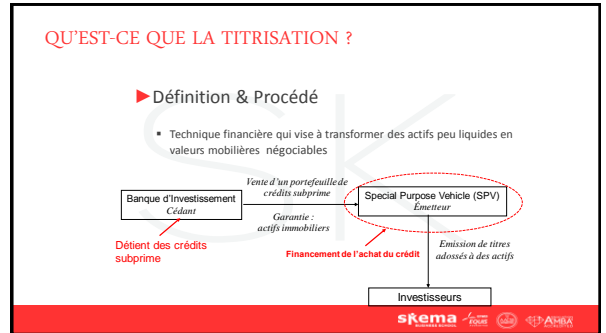
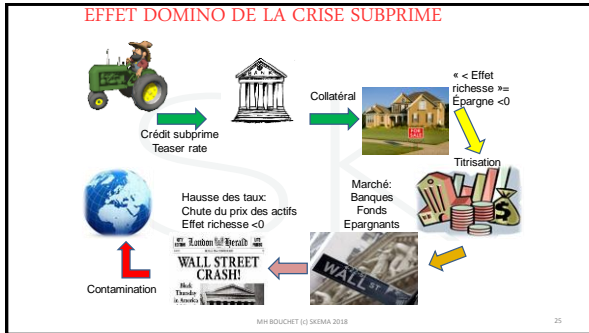
MH BOUCHET (C) SKEMA 2018

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

16



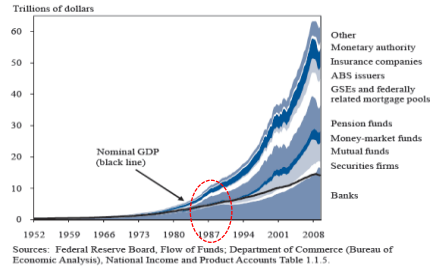




ACTIFS RÉSULTANT DE L'OPÉRATION DE TITRISATION

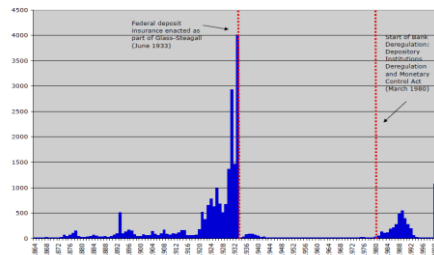
- ▶ Asset-Backed-Commercial-Papers (ABCP)
 - Court terme : émission de papier commercial
- ▶ Mortgage Backed Securities (MBS)
 - Obligations long terme
 - Actifs sous jacents : prêts hypothécaires
 - Marché américain
- ▶ Asset Backed Securities (ABS)
 - Obligations long terme

BALE I - DÉBUT DE LA TITRISATION: ÉMERGENCE D'UN SYSTÈME FINANCIER NON-BANCAIRE

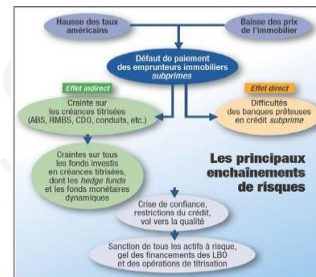


LE COÛT DE LA DÉRÉGULATION BANCAIRE 1864-2000

A Unique Period of Calm Amid the Storm: Bank Failures (Suspensions), 1864-2000

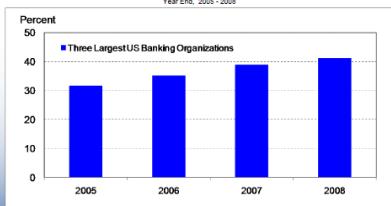


Résumé: propagation de la crise des Subprimes et de "l'effet de ciseaux"



UN SYSTÈME BANCAIRE US TRÈS CONCENTRÉ ET OPAQUE

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

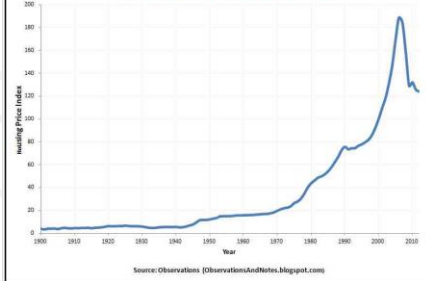


Source: Annual Reports of Banking Organizations, BEA, J. Havens Analytics
MH BOUCHET (S) SEMA 2018

33

LA MONTÉE DE LA BULLE IMMOBILIÈRE US

U.S. Housing Price Index Since 1900



US HOUSE REAL PRICES 1900-2010

Source: Observations (ObservationsAndNotes.blogspot.com)

MH BOUCHET (S) SEMA 2018

34

BULLE BOURSIÈRE ET « EFFET RICHESSE » 1900-2011



MH BOUCHET (S) SEMA 2018

35

LA POLITIQUE MONÉTAIRE ENCOURAGE LA HAUSSE DES MARCHÉS BOURSIERS



Source: Barclays Research, MSCI

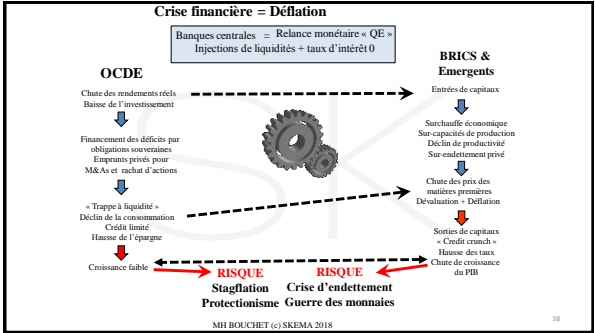
MH BOUCHET (S) SEMA 2018

36

II- CONSÉQUENCES DE LA CRISE FINANCIÈRE GLOBALE

SK

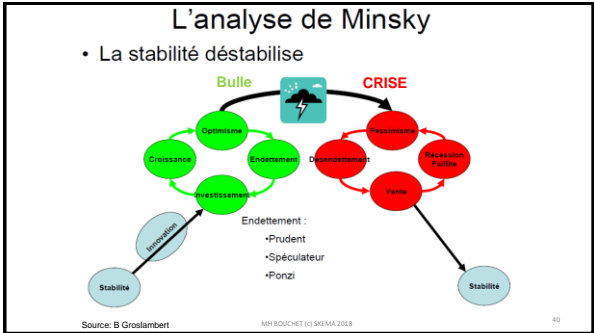
MH BOUCHET (G) SKEMA 2018 37



Leibniz 1703 C. Kindleberger.1989 M. Scholes 1997

H. Minsky 1974 P. Krugman 2008 B. Mandelbrot 1987

39



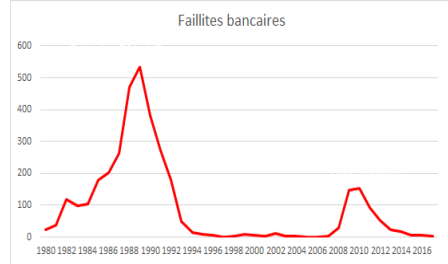
QU'EST-CE QU'UN « MOMENT MINSKY »?

► A « Minsky Cycle" is a period of stability encouraging risk taking, which leads to a period of instability and financial volatility, with collapse of asset values, which causes more conservative and risk-averse (de-leveraging) behavior, until stability is restored, continuing the cycle.

Paul McCulley of PIMCO in 1998

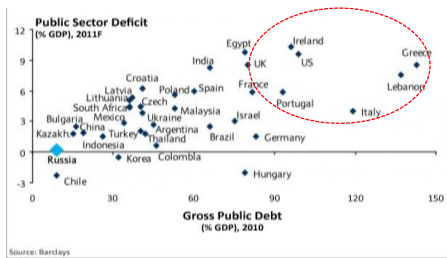


La transmission de la crise sub-prime au système bancaire américain



Source: <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>

LES FLUX DE DÉFICIT AUGMENTENT LES STOCKS DE DETTE

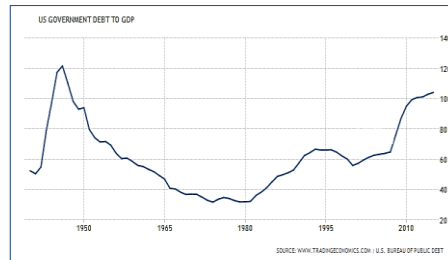


Source: Barclays

MH BOUCHET (S) SEMEA 2018

43

« SAUVETAGES BANCAIRES » = SUBSTITUTION DE DETTE PUBLIQUE À LA DETTE PRIVÉE: US GOVERNMENT DEBT / PIB % 1940-2018

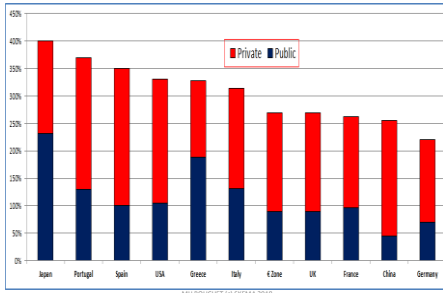


SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF PUBLIC DEBT

MH BOUCHET (S) SEMEA 2018

44

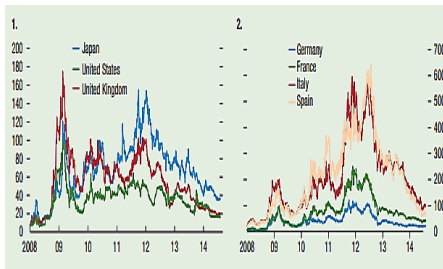
LA POURSUITE DU SURENDETTEMENT DE 2007 A ... 2018!



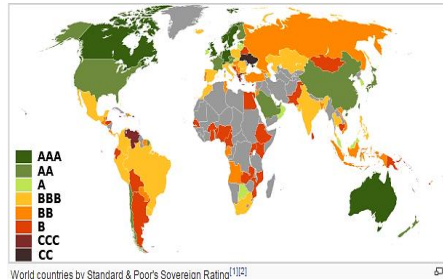
CORRÉLATIONS ENTRE DETTE PUBLIQUE, CROISSANCE, ET INFLATION?
ROGOFF & REINHART, 2010-2012

- ▶ 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 ?
- ▶ Risque de crise de dette avec hausse des taux depuis 2018!

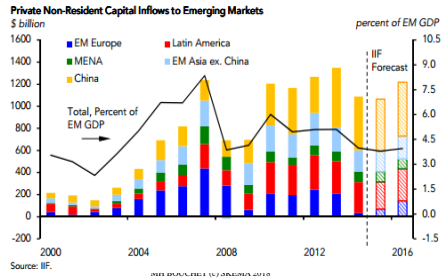
LE COUT DE LA CRISE DE CONFIANCE:
CREDIT DEFAULT SWAPS EN PTS DE BASE



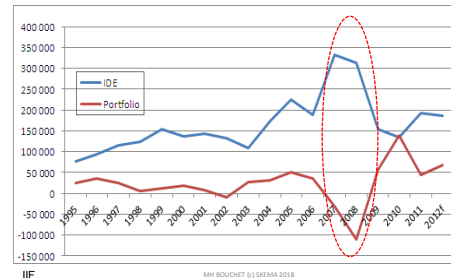
NOTATION DES EMPRUNTEURS SOUVERAINS



CRISE FINANCIÈRE ET CHUTE DES FLUX DE CAPITAUX VERS LES PAYS ÉMERGENTS



CONTAMINATION GLOBALE PAR CHUTE DES INVESTISSEMENTS PRIVÉS VERS LES PAYS ÉMERGENTS



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** !



L'ÉMERGENCE DU *SHADOW BANKING*

- ▶ Knight 1921: risque vs incertitude: comment réguler le 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**

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 »?

LA RÉACTION DES BANQUES CENTRALES CONTRE LE DOUBLE RISQUE SYSTÉMIQUE ET LA DÉFLATION



QE USA 2009-2016

- ▶ Achat de \$80 milliards/mois de asset backed securities
- ▶ Financial Stability Oversight Council (banques + assurances)
- ▶ 2010: *Back to Glass-Steagall*
- ▶ **Volcker rule**: stricte frontière banques - hedge funds (trading pour compte propre)
- ▶ **Hausse du Capital** des holdings bancaires et « **too big to fail** »



QE BCE 2015-2018

- ▶ Achat de titres souverains
- ▶ €80 milliards/mois
- ▶ Total de €1000 milliards
- ▶ Taux négatifs pour les liquidités bancaires

MH BOUCHET (C) SKEMA 2018

54

LE PROGRAMME DE RELANCE MONÉTAIRE DE LA BCE:

2015-18

| Pays | Part du capital de la BCE (%) | Achats mensuels de cette souveraine et d'agence (total de 44 Mo\$ EUR, réparti selon les parts de capita), Mo\$ EUR | Total des achats jusqu'en sept. 2016 (Mo\$ EUR) | Emissions obligataires brutes, prévision pour 2016 (Mo\$ EUR) | Achats annuels de la BCE en % des émissions brutes | Emissions obligataires nettes, prévision pour 2016 (Mo\$ EUR) | Achats annuels de la BCE en % des émissions nettes |
|-----------|-------------------------------|---|---|---|--|---|--|
| Allemagne | 26,7 | 11,3 | 215,0 | 156 | 60% | 4 | 3301% |
| France | 20,3 | 8,9 | 100,4 | 210 | 51% | 71 | 152% |
| Italie | 17,0 | 7,7 | 147,0 | 200 | 30% | 02 | 151% |
| Espagne | 12,0 | 5,6 | 106,0 | 142 | 47% | 36 | 179% |
| Pays-Bas | 5,7 | 2,5 | 47,8 | 50 | 60% | 13 | 231% |
| Belgique | 3,5 | 1,6 | 29,5 | 34 | 50% | 10 | 167% |
| Grèce | 2,9 | 1,3 | 24,3 | 10 | 150% | -7 | -232% |
| Autriche | 2,8 | 1,2 | 23,4 | 17 | 87% | 4 | 307% |
| Portugal | 2,5 | 1,1 | 20,8 | 10 | 122% | -1 | -164% |
| Finlande | 1,8 | 0,8 | 15,0 | 12 | 79% | 7 | 130% |
| Irlande | 1,7 | 0,7 | 13,9 | 11 | 60% | 6 | 99% |
| Slovaquie | 1,1 | 0,5 | 9,2 | 7 | 92% | 5 | 124% |
| Slovaquie | 0,5 | 0,2 | 4,1 | 5 | 52% | 4 | 60% |
| Total | 100 | 44 | 837 | 903 | 67% | 238 | 222% |

MH BOUCHET (C) SKEMA 2018

55

TRUMP ET LA DÉRÉGULATION BANCAIRE

Février 2017: White House press secretary Sean Spicer : "Dodd-Frank is a disastrous policy that's hindering our markets".



MH BOUCHET (C) SKEMA 2018

56

