

Une perspective sur les crises financières

Seminaire Ha32, Fevrier 2023

Plan

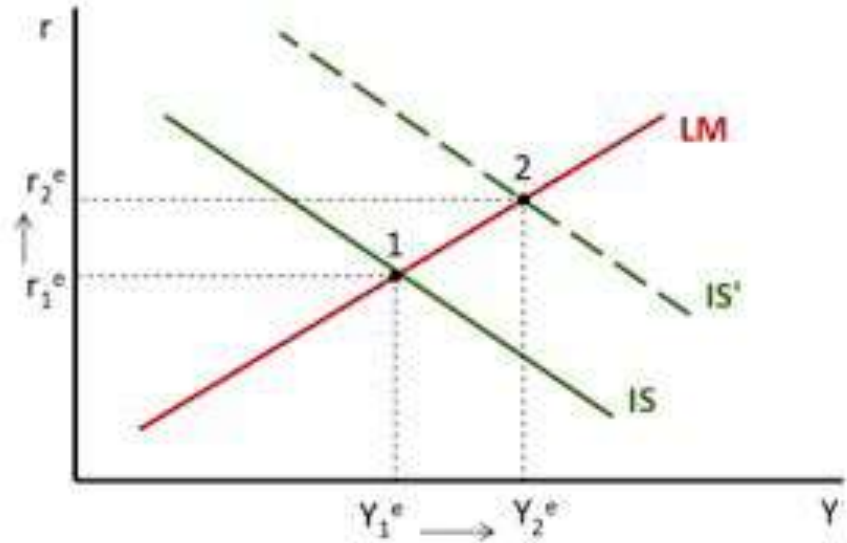
1. La theorie classique
2. Les limites de la theorie
3. Le role du credit dans les crises
4. Illustration: crise de 1929,
5. Illustration: la crise de 2008
6. Les facteurs institutionnels
7. Les facteurs psychologiques
8. Les reponses institutionnelles de prevention et de gestion des crises
9. Conclusions

1- Les modeles classiques de l'economie

... decrivent equilibre offre/demande

... avec une economie limitee a 3 secteurs: individus / entreprises / Etat

Tous ont une vue parfaite du present et de l'avenir.



1- Les modeles classiques de l'economie

... dans ces modeles, l'economie va directement sur un point **d'équilibre stable** et constant dans le temps.

Pour expliquer les fluctuations observees en realite, des 'chocs' ont ete envisages:

- Chocs d'offre
 - Productivite
 - Prix du petrole
- Chocs de demande
 - Demande privree ou publique

... Mais ces modeles n'expliquent pas les crises type 1929 ou 2008, car la **dynamique de divergence** n'y est pas possible...

2- ...quelles hypotheses sont defaillantes...?

Plusieurs simplifications, notamment:

❖ Agents representatifs:

- en realite, multiples acteurs...
- Et du coup, le role du credit (bancaire ou autre)

❖ Agents rationnels et clairvoyants:

- en realite, asymetries d'information ;
- L'indetermination de l'avenir
- les mecanismes psychologiques de polarisation et d'exces.

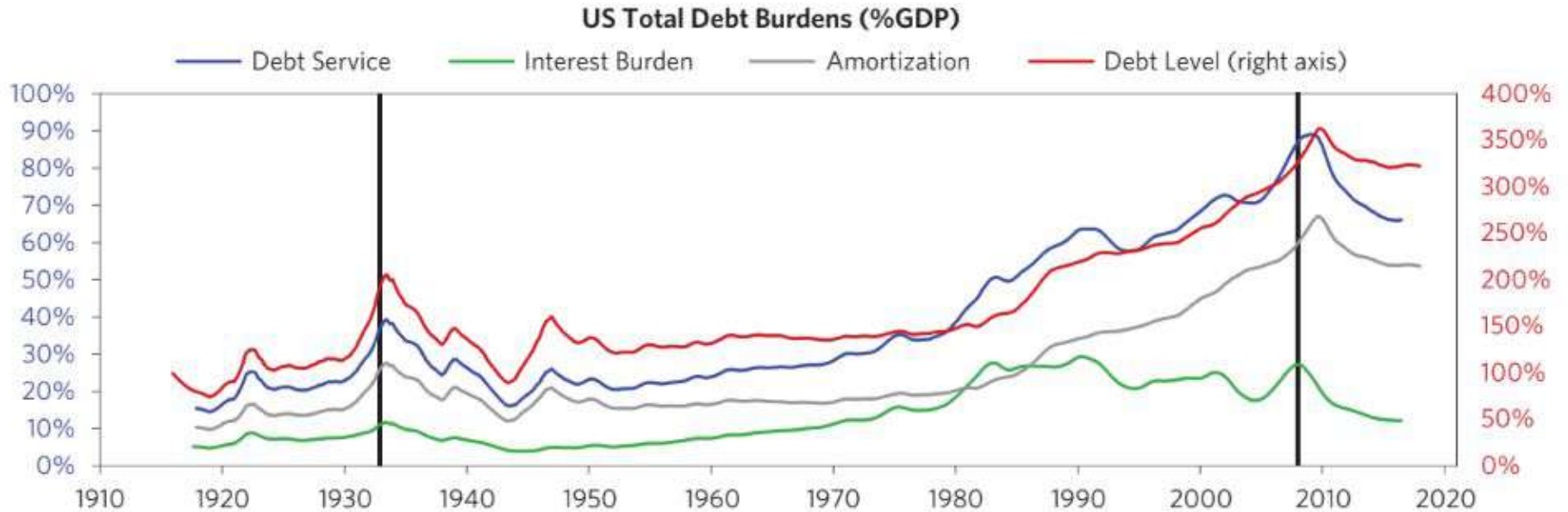
3- Le role essentiel du credit dans les crises:

Les crises sont des moment de rupture ou la continuite des contrats est mise a mal, souvent suite au default d'agents economiques significatifs (Etats, categories de population ou d'entreprises)...

... et sans credit/dette, il est difficile de faire default !

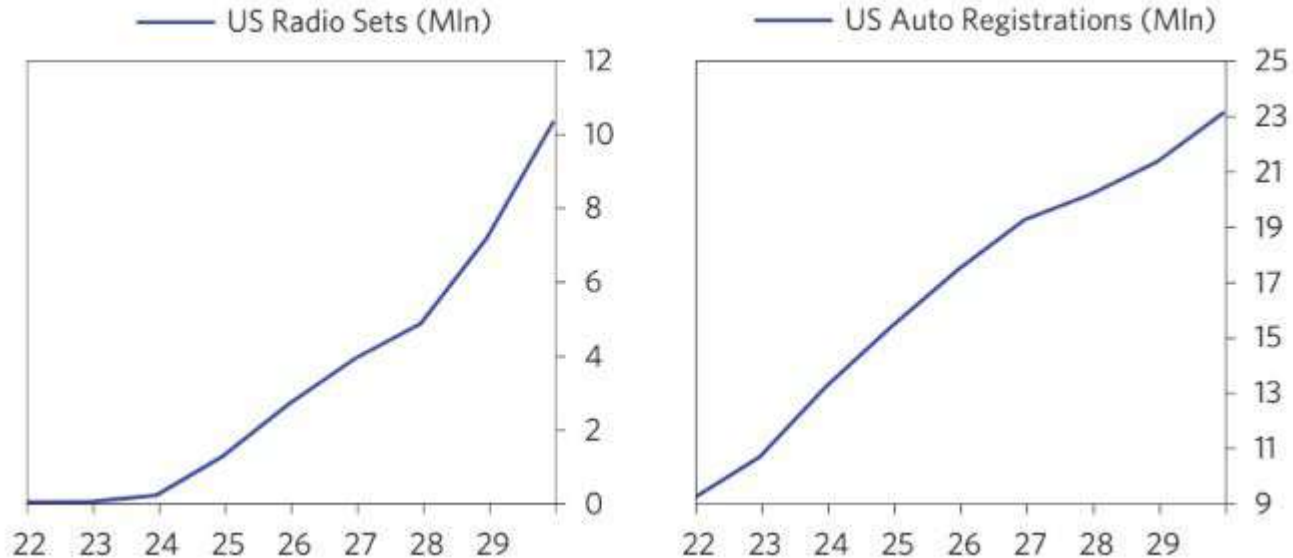
=> la croissance excessive du credit/dette est le denominateur commun...

3- Le role essentiel du credit dans les crises:



4- Illustration: la crise de 1929

Le progres technique alimente a l'epoque un certain optimisme...

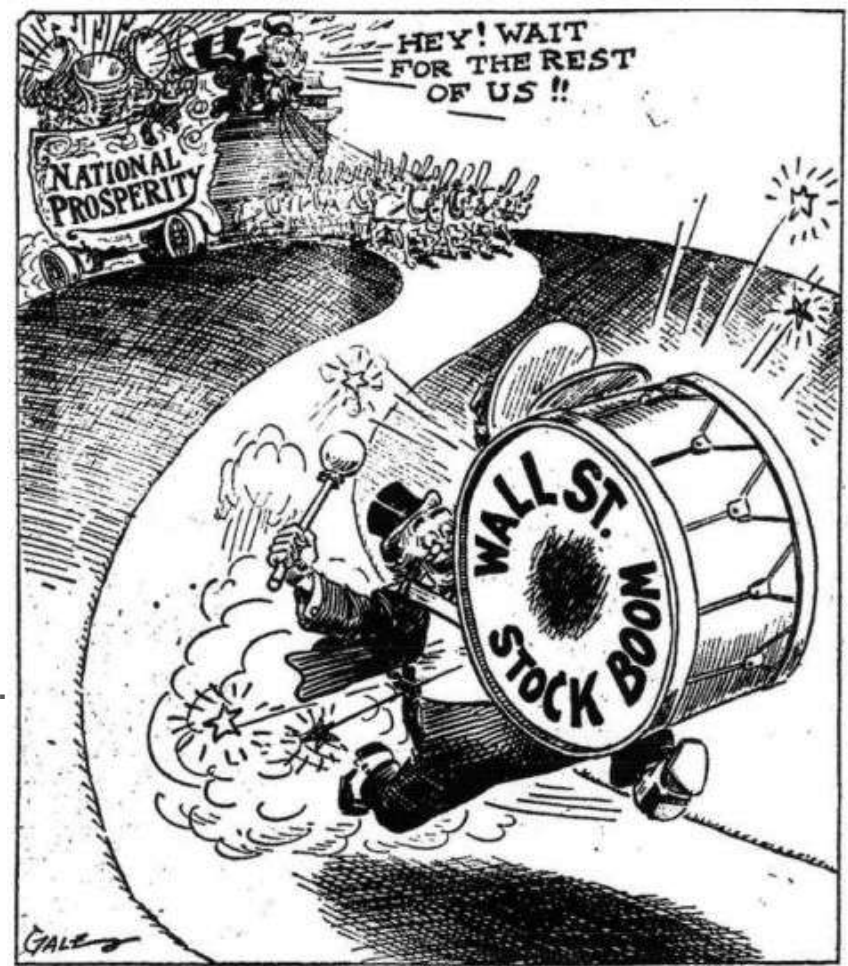


4- la crise de 1929

La prospérité est réelle...

... cree un optimisme généralisé...

... à partir duquel Wall Street s'emballe.



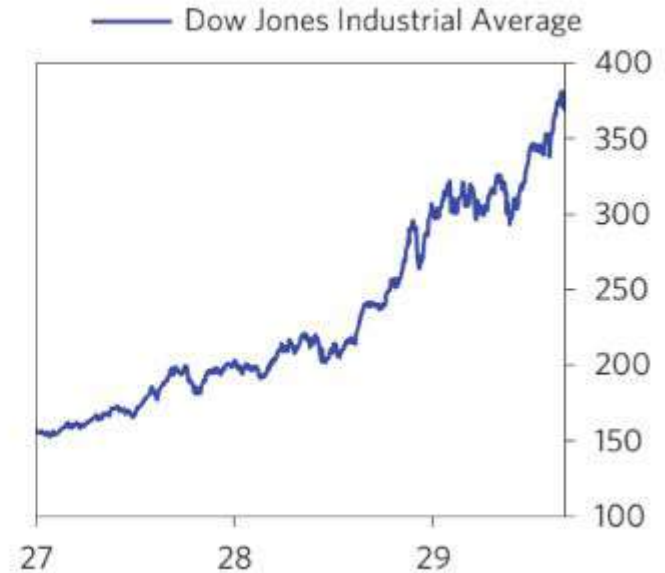
"Getting Ahead of the Band Wagon!"

Los Angeles Times, November 24, 1928

Cartoonist: Edmund Gale ■ Dow-Jones closing average, Nov. 23, 288.22.

4- Illustration: la crise de 1929

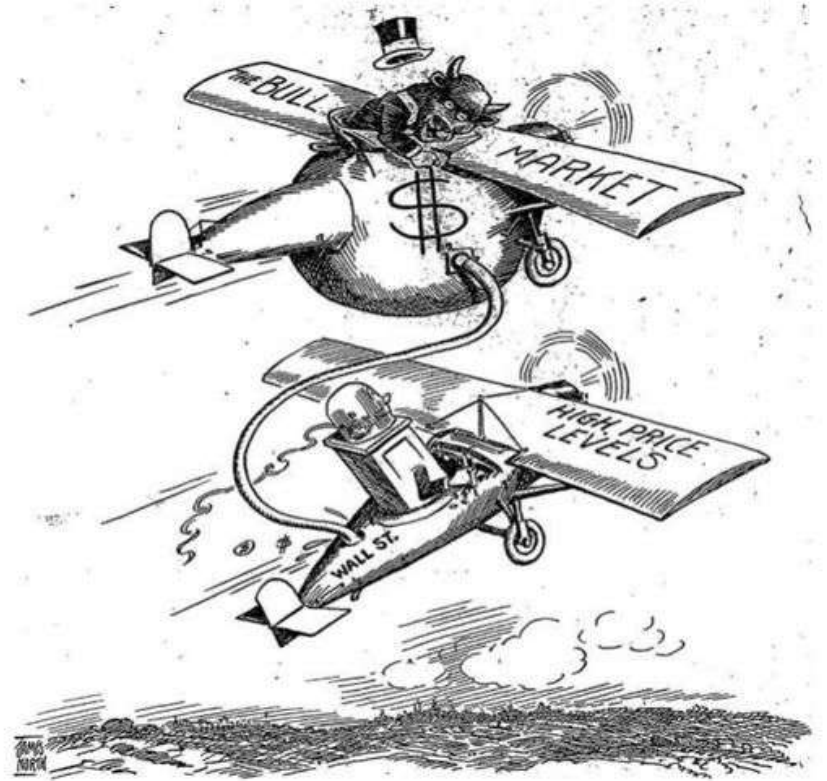
... cet optimisme pousse prêteurs et emprunteurs à voir une croissance soutenue et ignorer les risques...



4- Illustration: la crise de 1929

... le levier declenche une boucle auto
realisatrice de speculation

... car la capacite d'endettement
augmente avec les valorisations...



4- Illustration: la crise de 1929

... La spirale de l'optimisme avance, alimentée par l'endettement...

... jusqu'à atteindre les limites de l'endettement et des 'appels de marge'...

... la situation devient critique alors que l'optimisme domine encore et que les naifs 'achètent' cette vision idyllique...



"The Margin Calling Contest!"

Los Angeles Times, October 18, 1929

Copyright, Edvard Galle. All Rights Reserved. Oct. 17, 1929

4- Illustration: la crise de 1929

... tout ralentissement ou secousse adverse déclenche une spirale en sens inverse dans une vaine tentative de rembourser les dettes...

**STOCK PRICES SLUMP \$14,000,000,000
IN NATION-WIDE STAMPEDE TO UNLOAD;
BANKERS TO SUPPORT MARKET TODAY**

*Sixteen Leading Issues Down \$2,893,520,108;
Tel. & Tel. and Steel Among Heaviest Losers*

A shrinkage of \$2,893,520,108 in the open market value of the shares of sixteen representative companies resulted from yesterday's sweeping decline on the New York Stock Exchange.

American Telephone and Telegraph was the heaviest loser, \$448,005,162 having been lopped off of its total value. United States Steel common, traditional bellwether of the stock market, made its greatest nose-dive in recent years by falling from a high of 202 1/4 to

PREMIER ISSUES HARD HIT

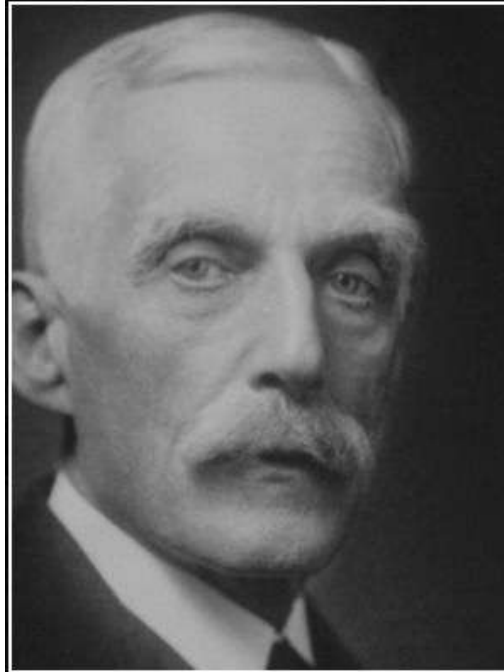
**Unexpected Torrent of
Liquidation Again
Rocks Markets.**

4- Illustration: la crise de 1929

Quelle reponse
des autorites..?

La reduction de la
dette comme une
obligation
morale...

Liquidons tout !



Liquidate labor, liquidate stocks, liquidate the farmers, liquidate real estate. It will purge the rottenness out of the system. High costs of living and high living will come down. People will work harder, live a more moral life. Values will be adjusted, and enterprising people will pick up from less competent people.

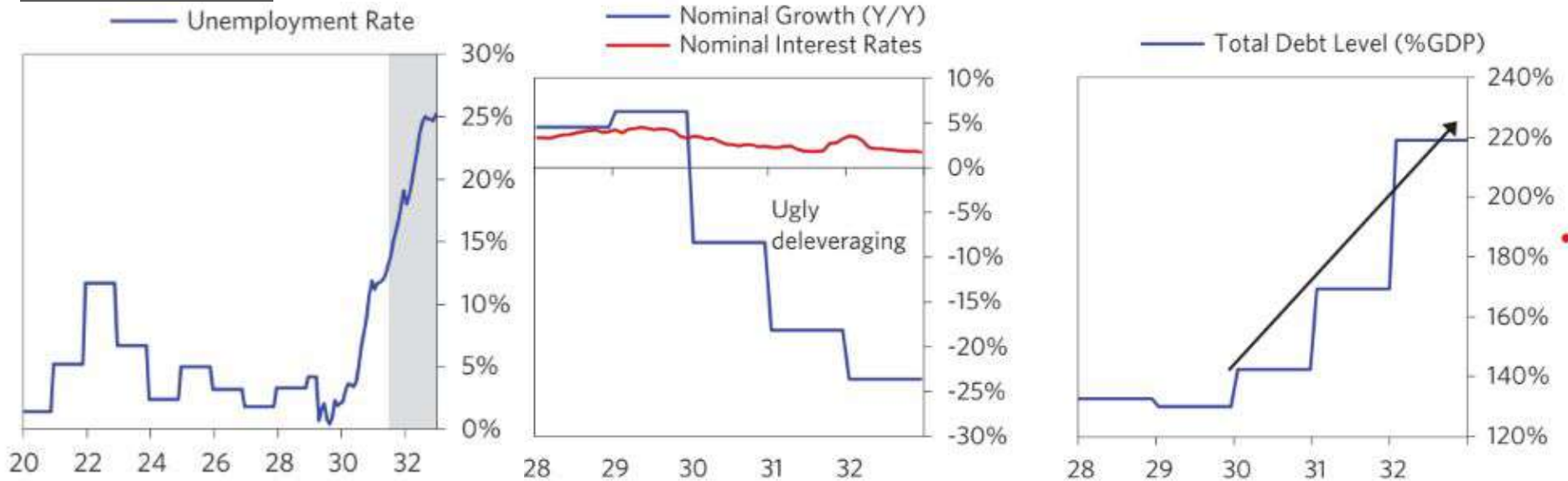
— *Andrew Mellon* —

AZ QUOTES

4- Illustration: la crise de 1929

Quelle reponse des autorites..?

L'administration Hoover a insiste sur les mesures de reduction de la dette, en partie du fait de l'etalon or... ce qui a ete contre productif... **(Fallacy of composition)**



4- Illustration: la crise de 1929

Cette controverse a été animée par la pensée de Keynes dans sa 'General Theory of Employment, Interest and Money', publiée en 1936...

... et qui insistait sur le fait que durant une dépression, la faiblesse de la demande déprimait l'activité et pouvait entretenir une spirale déflationniste.

La dépense des uns est le revenu des autres !

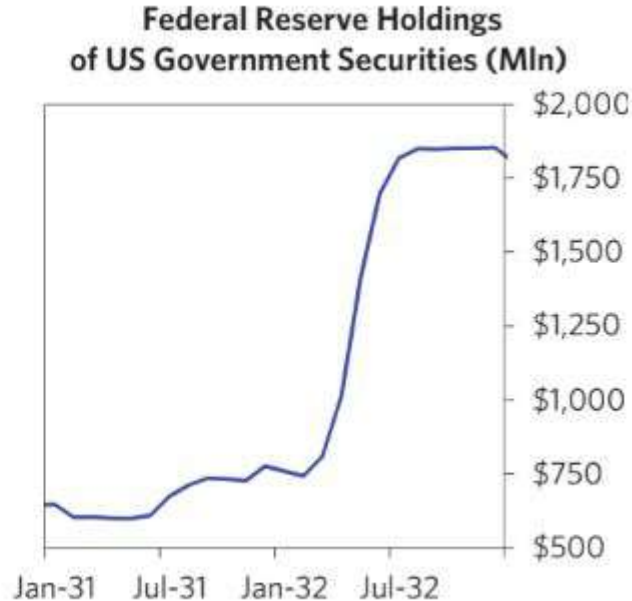
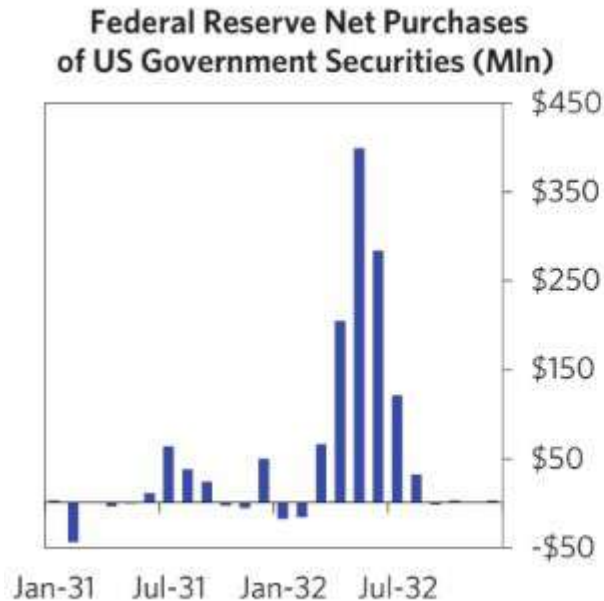
Fallacy of composition: paradox of thrift.

En Mars 1933, Roosevelt fait un virage à 180 degrés, en cassant le lien du dollar avec l'or et autorisant ainsi une relance budgétaire et monétaire



4- Illustration: la crise de 1929

Le New Deal a permis une relance budgétaire massive, soutenue par des achats par la banque centrale.

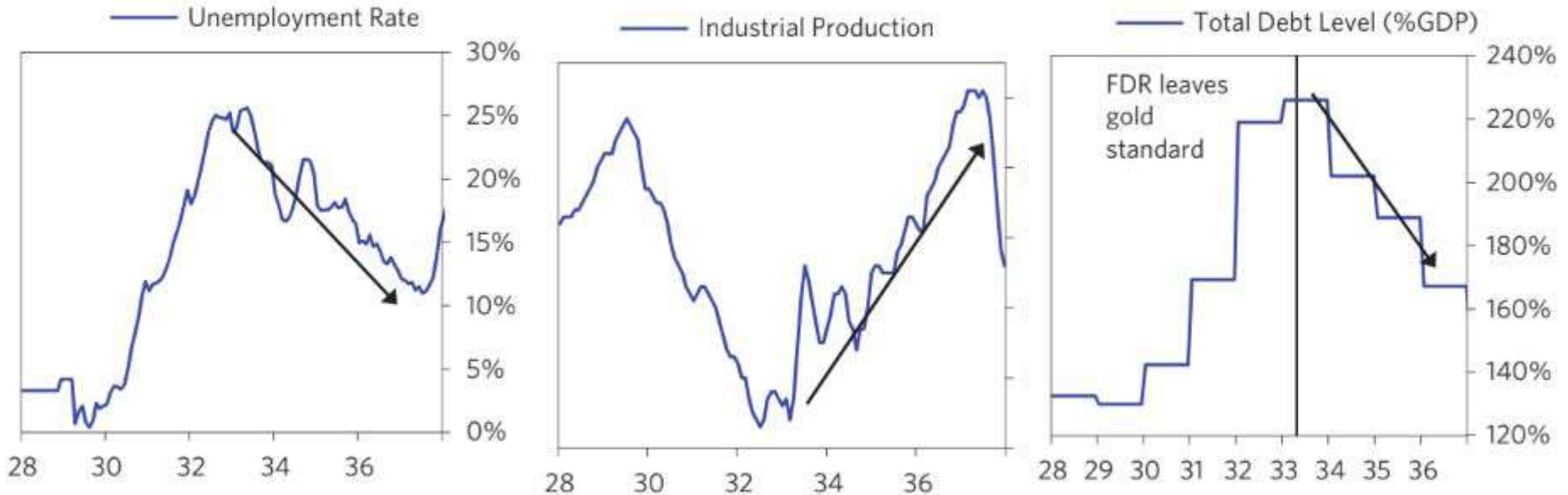


La relance monétaire
a aussi permis de
refinancer les
banques et éviter des
liquidations en
series...

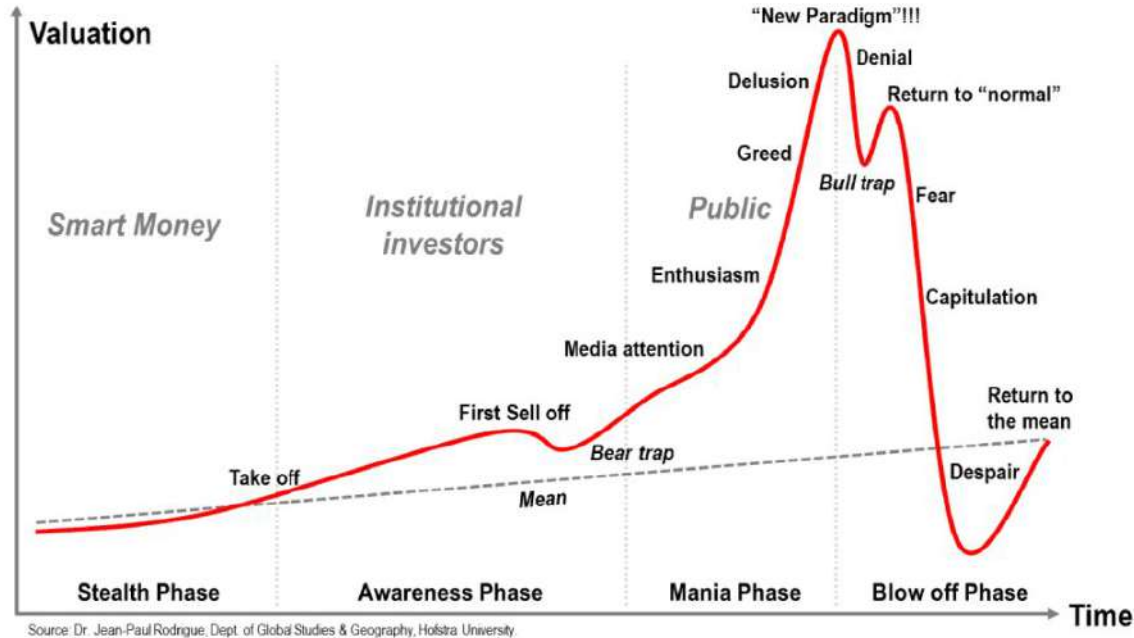
4- Illustration: la crise de 1929

La relance du New Deal réussit à relancer l'activité et réduire la dette...

... même si cela peut sembler contre intuitif... (Keynesianisme)



4- Illustration: la crise de 1929



“What the wise do in the beginning, fools do in the end.” : W.Buffett

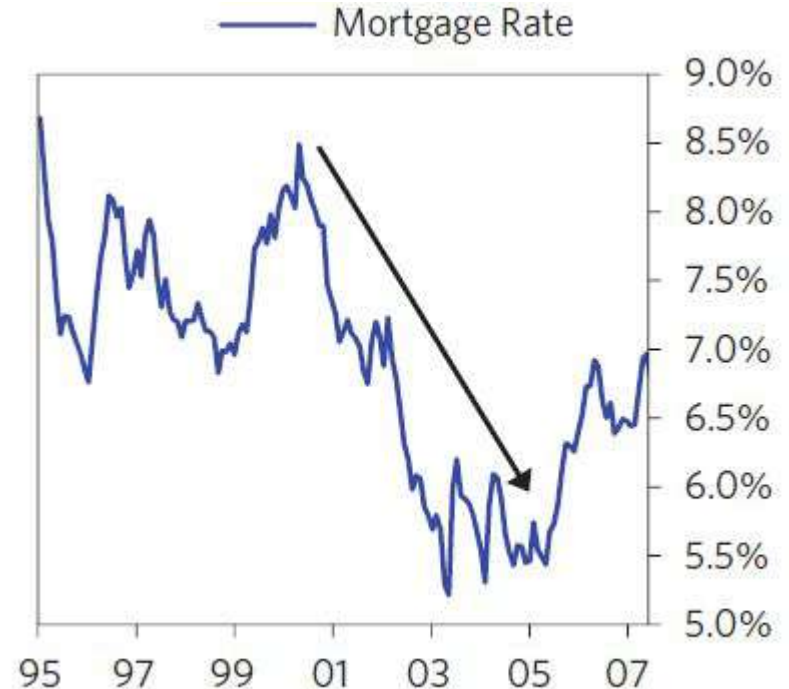
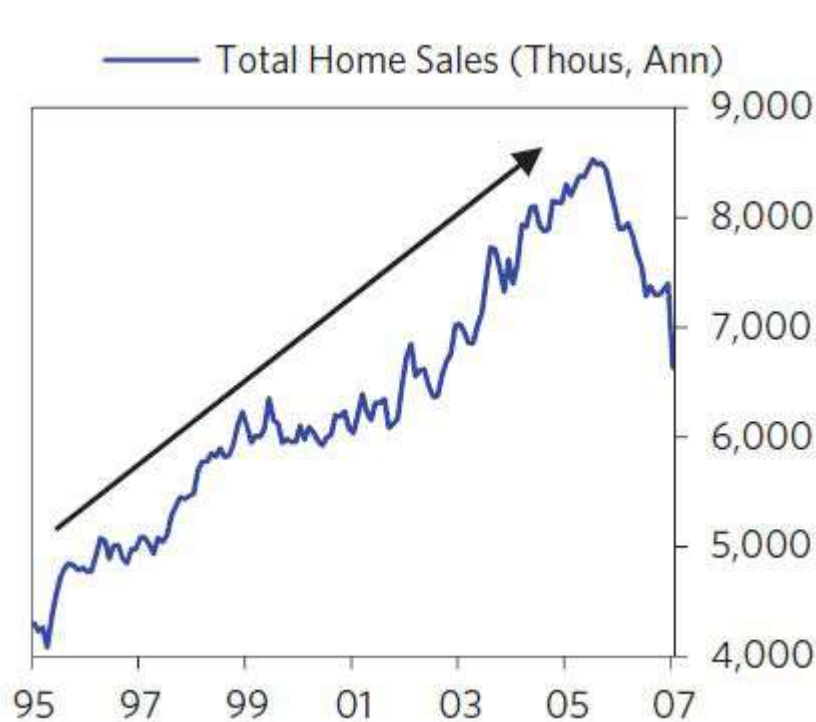
5- Illustration: la crise de 2008

Aux Etats Unis, une bulle immobilière tout a fait classique...



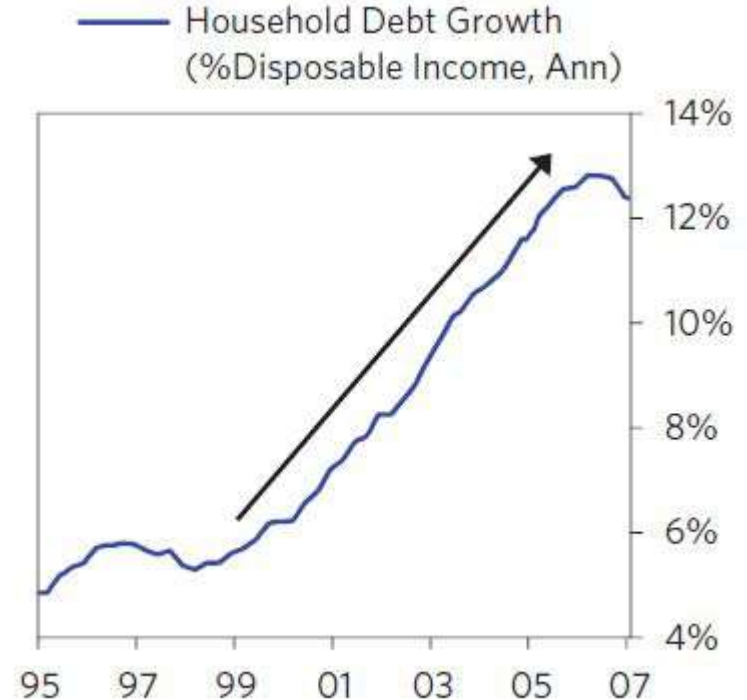
5- Illustration: la crise de 2008

Une frenesie d'activite immobiliere... soutenue par des taux d'emprunts bas...



5- Illustration: la crise de 2008

Un relachement des criteres de credit... et un endettement croissant...



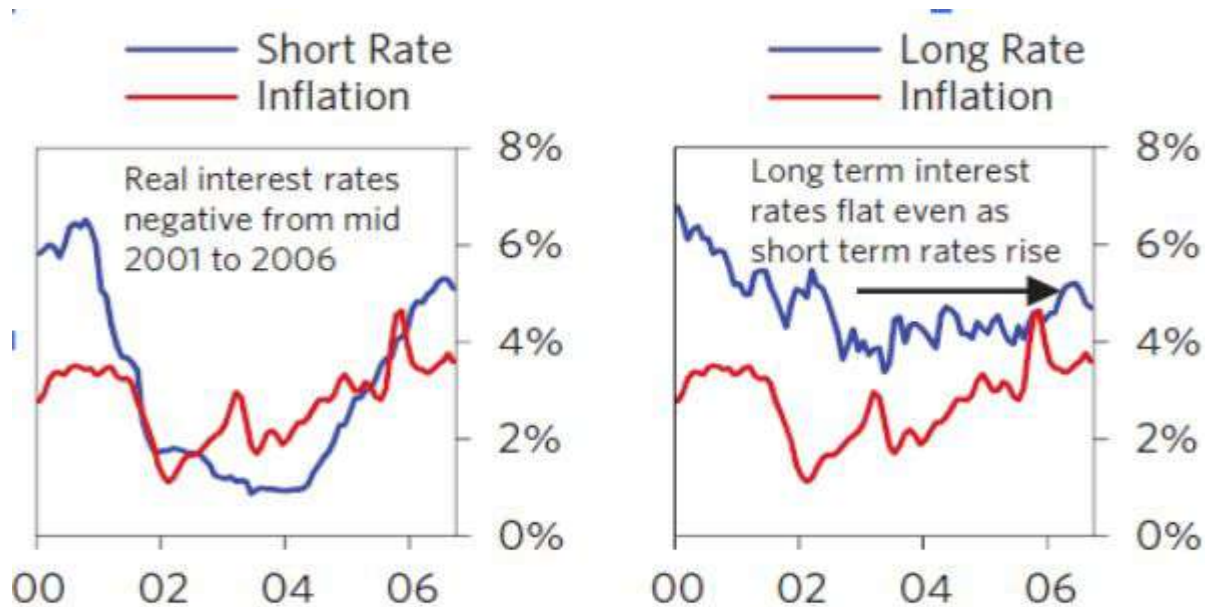
5- Illustration: la crise de 2008

Tous les signes d'une bulle immobiliere etaient presents aux USA...

- 1) **Prices are high relative to traditional measures.**
- 2) **Prices are discounting future rapid price appreciation from these high levels.**
- 3) **There is broad bullish sentiment.**
- 4) **Purchases are being financed by high leverage.**
- 5) **Buyers have made exceptionally extended forward purchases (e.g., built inventory, contracted forward purchases, etc.) to speculate or protect themselves against future price gains.**
- 6) **New buyers (i.e., those who weren't previously in the market) have entered the market.**
- 7) **Stimulative monetary policy helps inflate the bubble, and tight policy contributes to its popping.**

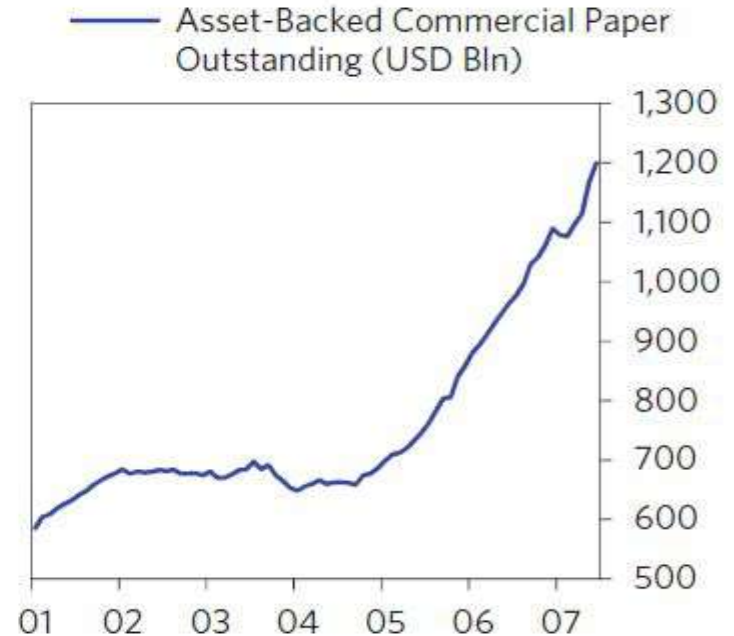
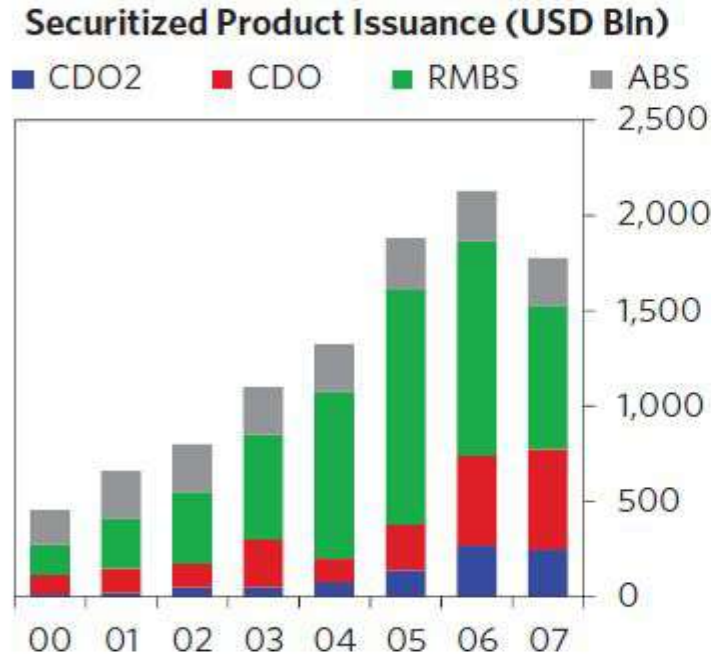
5- Illustration: la crise de 2008

Le soutien massif au secteur immobilier a été en partie poussé par la politique monétaire de la FED...



5- Illustration: la crise de 2008

... mais aussi par des innovations financières qui ont ouvert le canal du credit...



5- Illustration: la crise de 2008

Ces canaux constituent le 'shadow banking system', ce qui a fait passer cette expansion du credit hors du perimetre de la regulation bancaire...

- ❖ Special Purpose Vehicles
- ❖ ABS, CDO, CPDO

L'illusion de diversification des risques qui a troublé la notation des agences

... et par suite, toutes la reglementation bancaire qui repose dessus..!

5- Illustration: la crise de 2008

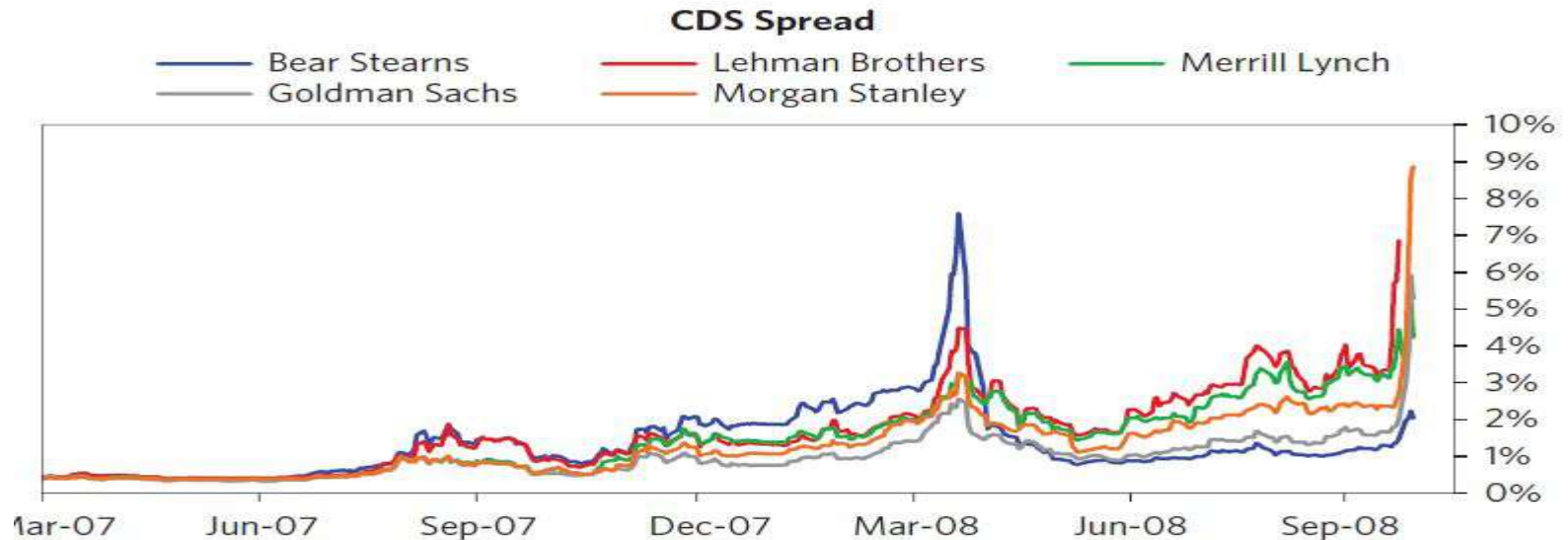
La difficulté de définir des 'causes'... quelques exemples...

Le débat sur la baisse des taux longs mondiaux qui a soutenu le marché immobilier...

- ❖ Est-ce la faute d'agents malfaisants ? (innovations financières risquées, courtiers hypothécaires 'subprime', des agences de notations ineptes ou alors corrompues par leurs rémunérations...)
- ❖ Est-ce l'accumulation de réserves par la Chine après la crise asiatique de 1997 qui a déversé ses excédents d'épargne sur le monde entier..? (la Chine a été soulagée quand le gouvernement US a soutenu Fannie/Freddie...)
- ❖ Est-ce la fin des garanties des Landesbanks poussée par l'UE ? (grand nombre de défauts en Allemagne... à la surprise de la Chancelière... (ironie)...))
- ❖ ... comment expliquer la simultanéité des crises hypothécaires (USA, Irlande, Espagne), bancaire (Islande, Irlande, Allemagne...) à travers le globe ?
 - Garder l'œil sur le credit, qui est le denominator commun...

5- Illustration: la crise de 2008

Le marché du credit pressentait la crise des le debut 2008 avec l'episode Bear Stearns en Mars 2008... avant Lehman en Septembre 2008...



5- Illustration: la crise de 2008

C'est un excédent de dette généralisé qui menace le système tout entier...

- ❖ Menages surendettes...
- ❖ Banques ayant une exposition 'résiduelle' après la titrisation...
- ❖ Detenteurs de titres liés à l'immobilier par...
 - Des assureurs (directement ou synthétiquement... CDS)
 - Des fonds obligataires (SICAV)
 - Des banques (parfois allemandes)

Comme en 1929... face à cette insolvabilité généralisée, faut-il 'liquider'... ou sortir par une politique contracyclique de relance et de réflation..?

5- Illustration: la crise de 2008

La politique americaine a initialement hesite a soutenir l'economie...

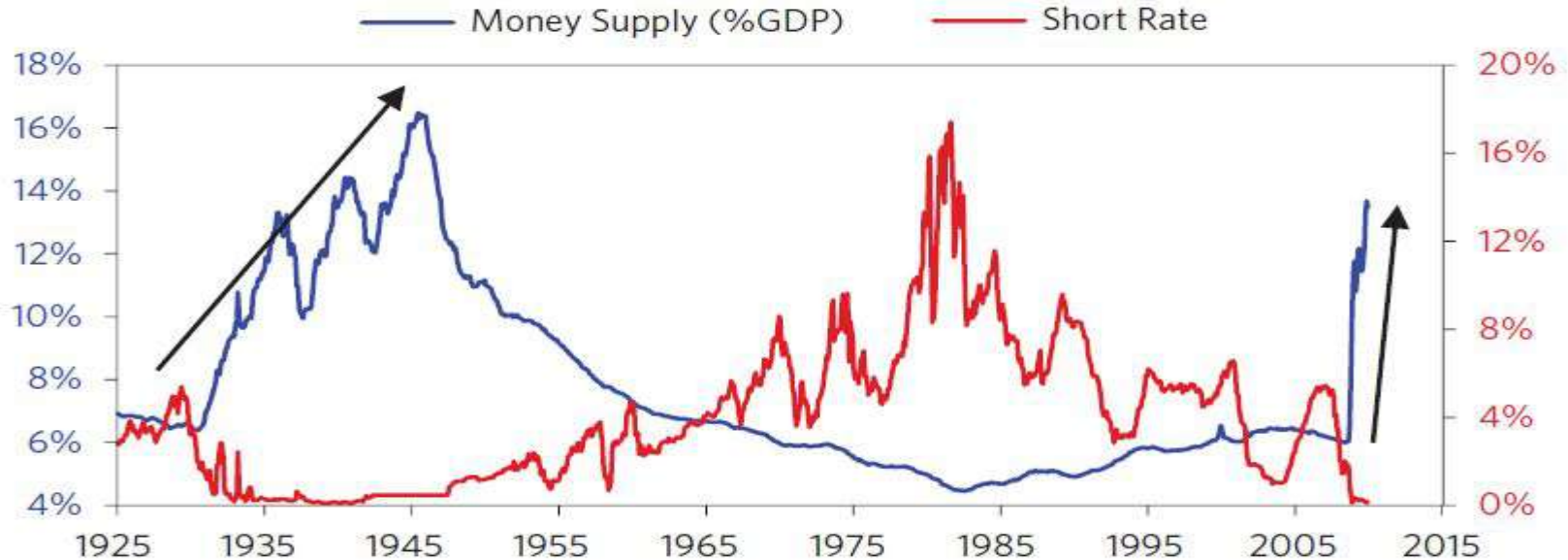
- ❖ En refusant d'assister Lehman Brothers...
- ❖ En refusant les premiers plans d'assistance budgetaire proposes par le secretaire de tresor...

... mais a finalement fait le choix d'eviter la sirale du defaut/liquidation

- ❖ Soutien Fannie/Freddie
- ❖ Bailout AIG
- ❖ TARP et Recapitalisation des banques...

5- Illustration: la crise de 2008

La reaction des politiques monetaire s'est inspiree du precedent de 1929... en choisissant la relance...



6- Facteurs institutionnels alimentant les bulles de credit

- La comptabilisation du risque n'est pas facile...
 - Quel provisionnement...?
 - Les Commissaires aux Comptes ont rarement des capacites propres d'estimation...
 - ... et peuvent mettre leur politique commerciale au premier rang. (cf ENRON ; separation des activites de conseil)
 - Les pires prets sont faits dans les moments d'euphorie...
 - ... ou on voit au contraire, les standards de credit se relacher
 - La sous estimation cree une incitation forte a la prise de risque...: Chuck Prince Citigroup: July 2007: "as long as the music is playing, you've got to get up and dance."
 - ... et le credit bancaire est une forme de creation monetaire...

- La reglementation du risque est chose delicate
 - Les regulateurs ont certes developpe un cadre prudentiel encadrant le credit... (Accords de Basle)
 - Ratios de solvabilite reglementaire: s'appuient sur les notations privees ou meme developpees par les banques elles meme...

6- Facteurs institutionnels alimentant les bulles de credit

- La regulation sur la solvabilite bancaire s'appuie sur les agences de notations...
 - ...car les regulateurs ne veulent pas prendre cette responsabilite.
 - Approche a plusieurs piliers: prescriptifs ou plus delegates aux banques...
 - Capacite des organes de regulation:
 - balkanises aux USA ;
 - heterogenes en Europe...
 - Des perimetres de controle trop rigides:
 - Une Sicav Monetaire qui investit dans du subprime fait la meme chose qu'une banque...
 - Une assurance qui vend de la protection credit a des banques pour reduire leurs besoins en solvabilite porte en fait des risques bancaires
 - Un SPV, controlé par une banque peut porter des risques bancaires non reconnus par la comptabilite et donc la regulation (Citigroup)

6- Facteurs institutionnels alimentant les bulles de credit

- Les agences ne sont pas parfaites...
 - sont exposees au conflit entre logique de risque et leur approche commerciale ;
 - Leurs moyens peuvent etre insuffisants quand les enjeux deviennent enormes comme dans la crise de 2008.
 - Peuvent etre entrainees dans une bulle en sous estimant certains facteurs de risque... (ici une baisse generalisee des prix immobiliers)
- Les errements de la reglementation...
 - La crise de 1929 a donne le Glass Seagal act pour separer banque de depots et activites risquees d'investissement.
 - En 1991, Bill Clinton repealed Glass–Steagall ... to "enhance the stability of our financial services system" by permitting financial firms to "diversify their product offerings and thus their sources of revenue" and make financial firms "better equipped to compete in global financial markets"
 - Post 2008, le Dodd Frank Act a retabli certains garde-fous...
- La coupure du lien entre preteur et emprunteur par la titrisation...
 - Peut avoir affaibli la culture de risque...
 - ... mais n'a pas empeche les bulles immobilieres en Espagne ou en Irlande, ou les derapages budgetaires grecs et italiens...

6- Facteurs institutionnels alimentant les bulles de credit

conclusions:

Au Final, le paysage du controle de la creation de credit par le systeme financier est complexe, avec de nombreuses agences pouvant avoir des conflits d'objectifs et de perimetre de responsabilite...

Le probleme est assurement difficile, car le credit peut devenir bon ou mauvais selon sa nature: investissement ou consommation.

Depuis 2008, les autorites ont cree des organes de 'suivi macro prudentiel', pour mieux gerer ce lien entre developpements macro et les regles prudentielles.

7- Facteurs psychologiques sous tendant les bulles...

Comment de tels excès et errements sont ils possibles...? Surtout quand ils ruinent leurs auteurs...

C'est la voie que les 'behavioral economics' a ouverte pour répondre aux carences des theories économiques classiques...

... un essai d'inventaire

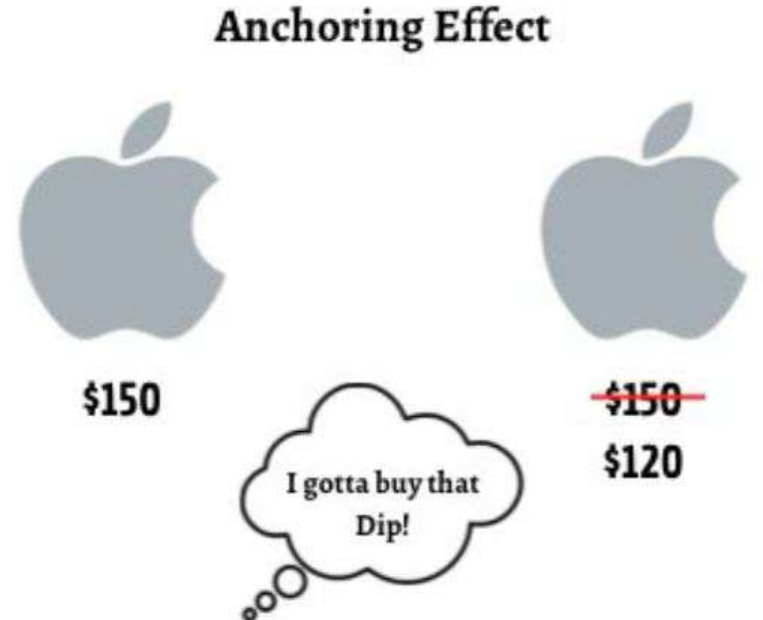
7- Facteurs psychologiques : Anchoring

Nos perceptions sont relatives. Elles ne sont généralement pas basées sur une analyse fondamentale étayée...

... et du coup sont **influencables**...

Exemples:

- Grenouille dans eau chaude
- Effet du premier qui parle...
- Tactique du vendeur immobilier

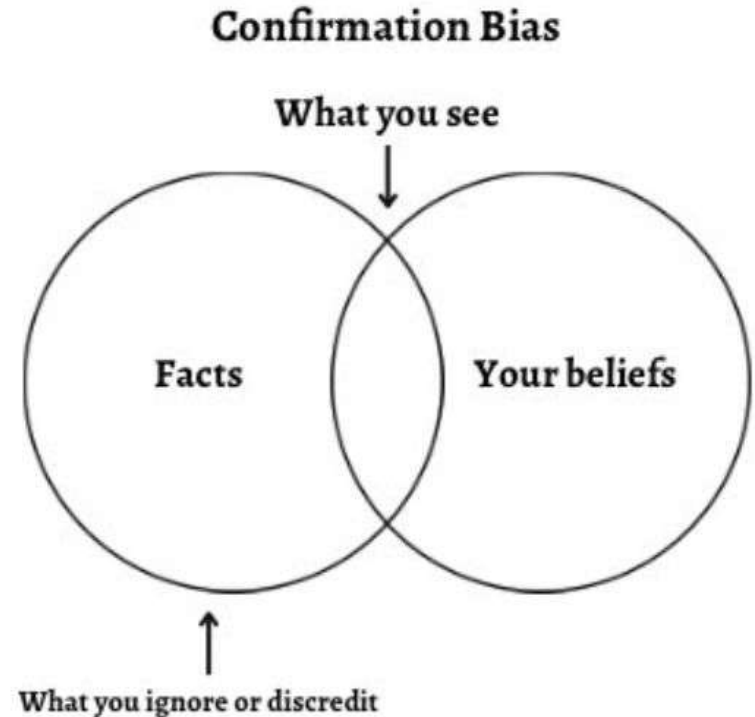


7- Facteurs psychologiques : Biais de confirmation

Nous aimons trop nos idées préférées...

Exemples:

- Refus de la méthode scientifique...
- Et Tendance à ignorer les faits contraires... cf Darwin ; cf Cognitive dissonance
- Aggrave par les réseaux sociaux...



7- Facteurs psychologiques : Endowment Effect

Nous aimons plus un objet si nous le possédons... et qu'il est perçu comme une part de notre personnalité...!

Exemple:

- Irrationality économique: quel est le prix d'un mug...?
- Si vous essayez une voiture... vous risquez la payer plus cher...!
- Utilisation marketing: free trial ; free returns ; sense of proximity...



7- Facteurs psychologiques : Authority Bias

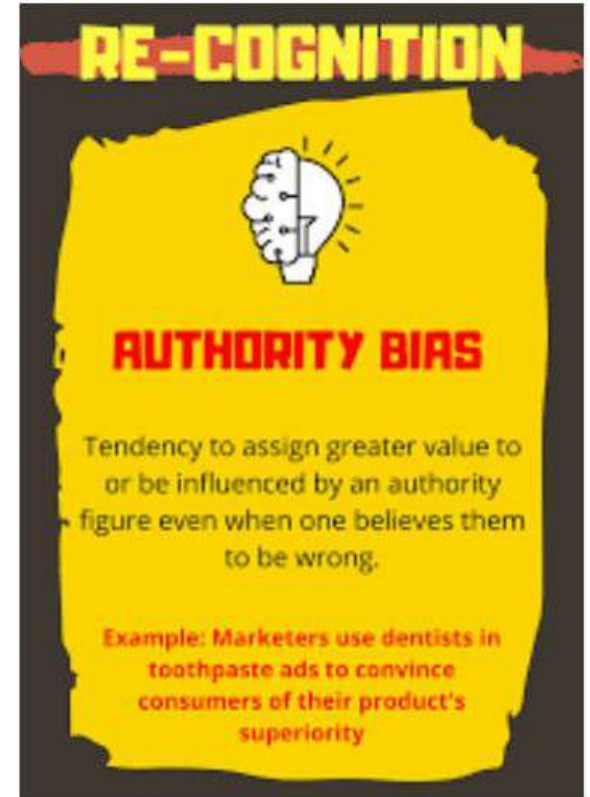
Un probable heritage inconscient des societes anciennes fortement hierarchisees...

Il est confortable d'avoir des certitudes, surtout si elles confortent nos a priori...

=> elles evitent la souffrance de 'cognitive dissonance'

Exemple:

- Influence des leaders d'opinion. (ne font pas mieux que les tripes de moutons de l'antiquite...)
- Halo Effect: la tendance a attribuer (irrationnellement) des qualites a des personnes sur base de leur apparence physique
- Biais ideologique
- Histoire du copilote que obeit au pilote jusqu'au crash de l'avion...
- Reponse: usage des jury dans les tribunaux



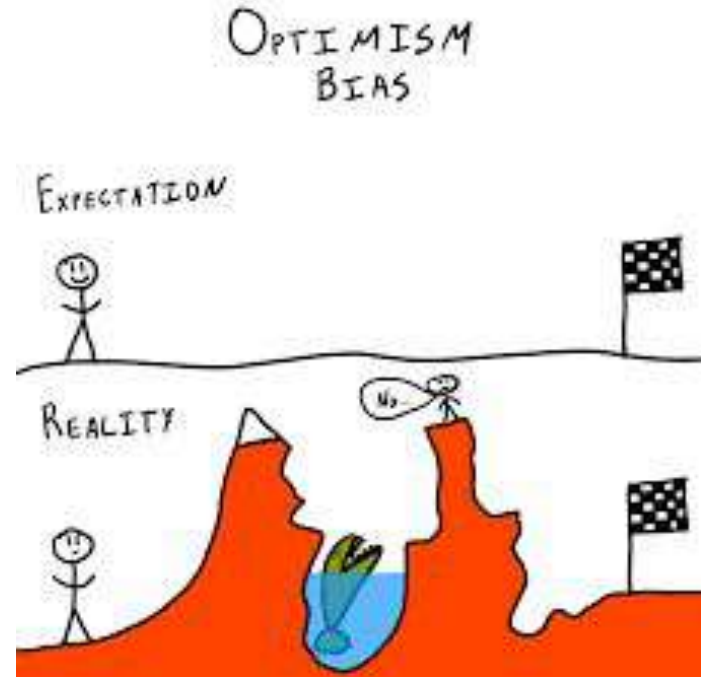
7- Facteurs psychologiques : Over optimism

Les bulles sont alimentées par cela...

Souvent basé sur des 'stories' qui occupent l'esprit plus qu'un calcul rationnel des chances de succès...

Ponzi: "when a man's vision is fixed on one thing, he might as well be blind!"

... Madoff...?



7- Facteurs psychologiques : Availability Bias

L'information facilement disponible ou familière nous influence plus qu'il ne faudrait...

Exemples:

- Marketing politique par la répétition. (et donc pas par la vérité)
- Marketing commercial: publicités, slogans
- Biais mental sur sa propre performance (car nos efforts nous sont plus familiers que ceux des autres.. !)



7- Facteurs psychologiques : 'Madness of crowds'

- Social proof: Si les autres le font, je peux le faire aussi...
- Le Bon: 'Une foule de gens intelligents ne produit généralement pas de meilleurs résultats qu'une foule d'imbéciles.'
- Contrôle politique des foules par...
 - Le leader charismatique
 - Les affirmations péremptoires
 - Les 'stories' ou images qui marquent les esprits. (Staline: 'un million de morts, c'est une statistique...')

La folie est quelque chose de rare chez l'individu ; elle est la règle pour les groupes, les partis, les peuples, les époques.



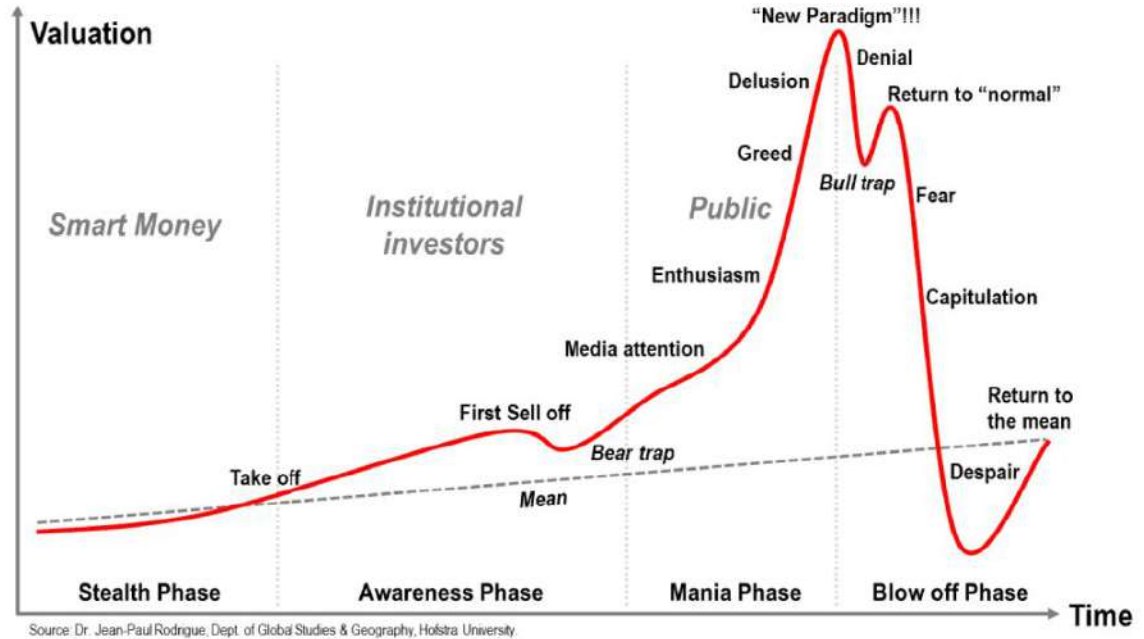
Friedrich Nietzsche

www.citation-celebre.com

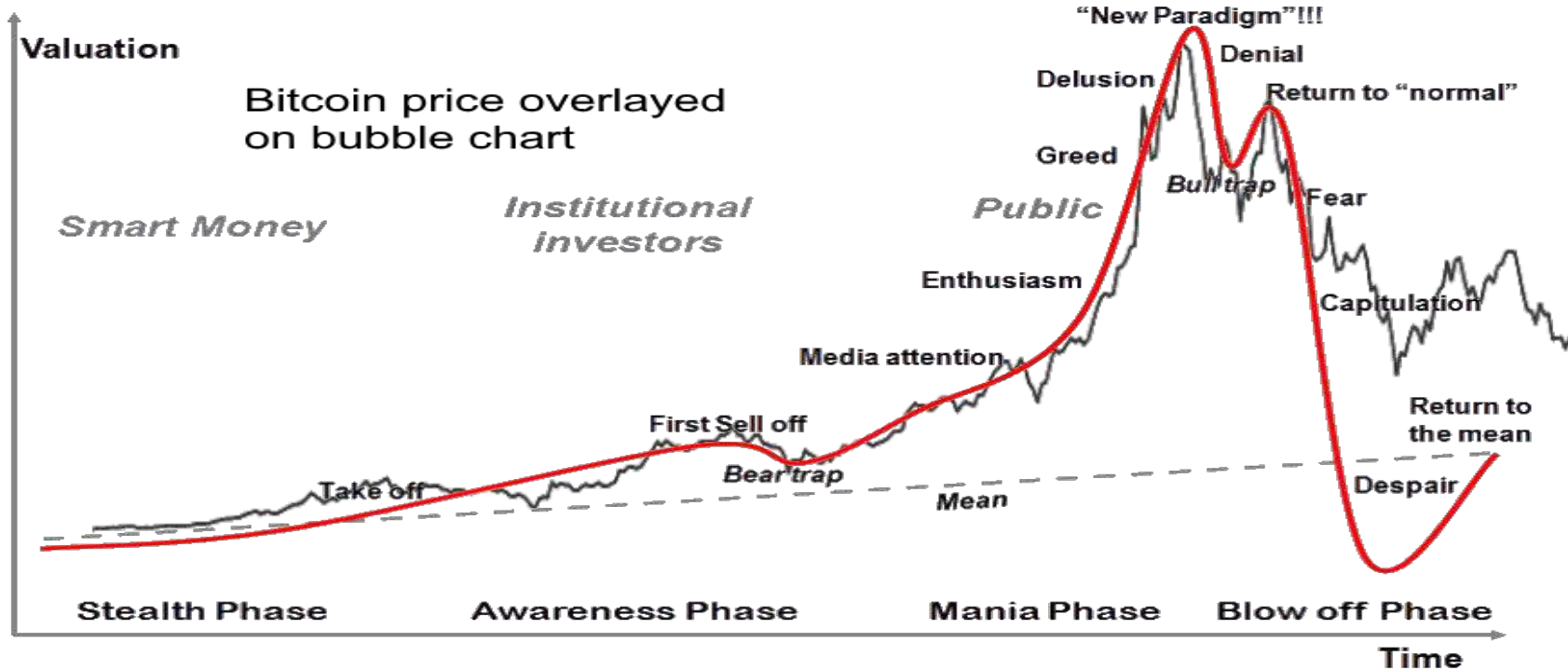
7- Facteurs psychologiques : Illustration: bulle financiere

L'effet de polarisation d'une foule (d'investisseurs ici), cree ce type de comportement collectif... que ce soit avec

- des Tulipes,
- la Compagnie des Indes Orientales,
- des societes Internet, ou
- de l'immobilier (2008 US/Irlande/Espagne...)
- Crypto ??



7- Facteurs psychologiques : applications récentes



7- Facteurs psychologiques : applications recentes

Tesla Inc

\$113.06

↑ 404.51%

+90.65 5Y

After Hours: **\$113.68** (↑ 0.55%) +0.62

Closed: Jan 6, 7:59:59 PM UTC-5 · USD · NASDAQ · Disclaimer

1D

5D

1M

6M

YTD

1Y

5Y

MAX

 Key events

500

400

300

200

100

0

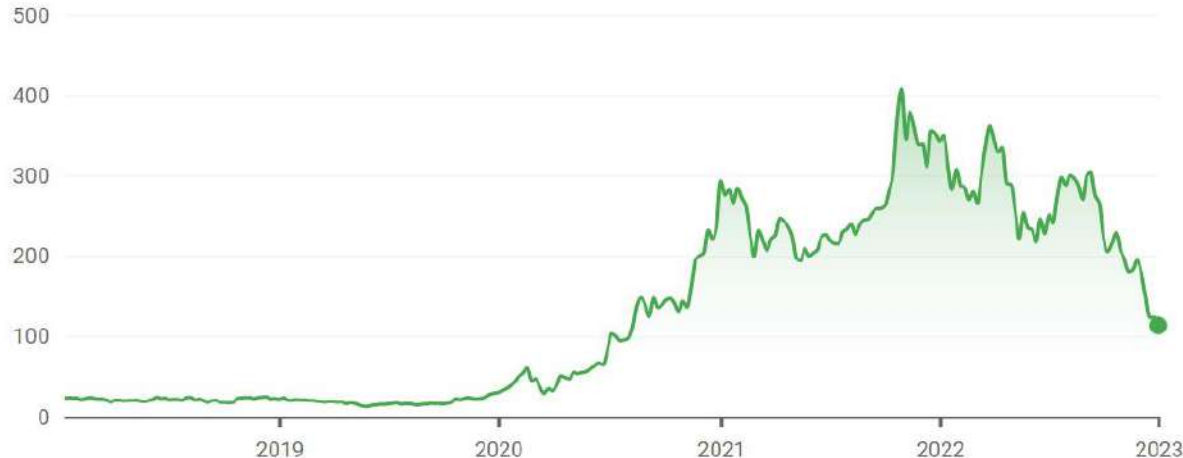
2019

2020

2021

2022

2023



8- Reponses institutionnelles de prevention

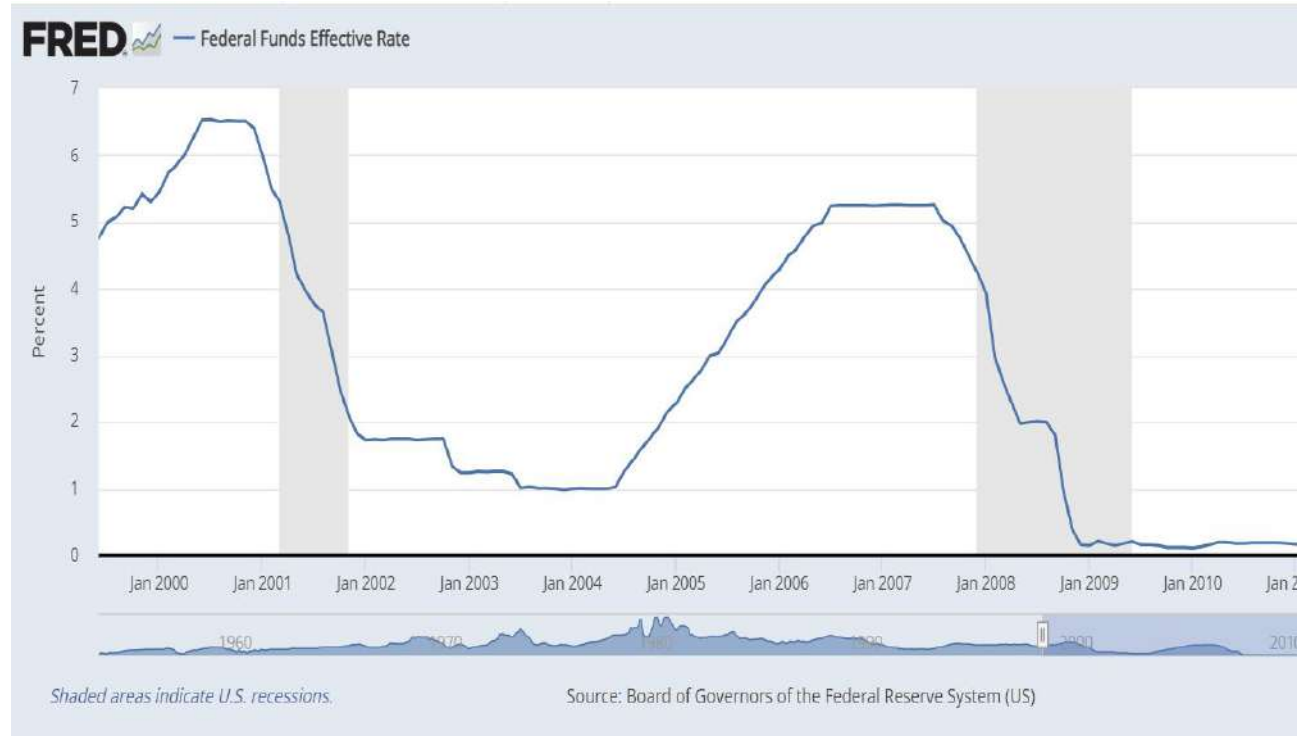
Les grand axes de prevention:

- A. Politique monetaire
- B. Politique prudentielle
- C. Une meilleure gestion du cycle
- D. Communication
- E. Politique budgetaire

8- Reponses institutionnelles de prevention

1. Politique monetaire:

‘Leaning against the wind’...



8- Reponses institutionnelles de prevention

Et si la crise arrive, jouer le role de pompier...

1. En ouvrant le credit d'urgence contre garanties appropriees
 - a. *preteur en dernier ressort: Banque centrale au niveau national, ou FMI au niveau international)*
 - b. *Elargissement des criteres d'eligibilite*
 - c. *valorisations*
2. En abaissant les taux de refinancement
 - a. ... et si les taux sont a deja a zero, faire des rachats d'actifs. 'Quantitative Easing', organisees par la BCE en Europe et la FED aux USA
 - b. ... et si le canal du credit reste bloque: Helicopter Money: exemple Cheques de relance COVID

8- Reponses institutionnelles de prevention

2 - Par la politique prudentielle

- a. via l'exigence de solvabilite des banques.
- b. Via l'exigence de provisionnement
- c. Via une comptabilisation conservatrice
- d. Nouveau: post 2008: Via la responsabilisation (Risk retention)

... et si la crise arrive, totalement inverser la vapeur en relachant selectivement les contraintes de solvabilite/valorisation/provisionnement... Exemple: reclassifications comptables en 2008.

8- Reponses institutionnelles de prevention

3- via une meilleure prise en compte du cycle

- a. Nouveau: post 2008: Via les modulations 'contra cycliques' de la regulation:
 - i. En france, le Haut Conseil de Stabilité Financière a pour mission d'operer les ajustements justifies par la conjoncture
- b. Nouveau: post 2008: Via la vision large des financements dans l'economie pour ne pas etre aveugles a des formes de crédit hors des canaux reglementes.

8- Reponses institutionnelles de prevention

4- Via l'Exhortation:

Greenspan: 'Irrational Exuberance'

Mais la foule n'a pas voulu entendre...!

Aujourd'hui: 'Stress Tests' aux USA



8- Reponses institutionnelles de Prevention/sauvetage

4- Politique budgetaire:

A. En utilisant la capacite budgetaire de relance

Dans la limite de la soutenabilite d'ensemble...

Importance du 'privilege exorbitant' des USA et autres grands pays developpes...

NB: fermé pour les pays émergents et même le UK récemment n'ont pas forcé... La Grèce ne l'a pas, ayant renoncé avec l'Euro

B. En stoppant les 'bank run' via des fermetures temporaires (bank holidays) ou des garanties temporaires ou des recapitalisations/fermetures (Fonds de garantie des depots).

NB: Probleme de gouvernance : exemple: Hesitations sur Lehman Brothers... et conflit avec le controle budgetaire parlementaire qui n'a pas l'agilite necessaire...

10- Conclusions

John Kenneth Galbraith – on financial markets memory

“There can be few fields of human endeavor in which history counts for so little as in the world of finance. Past experience, to the extent that it is part of the memory at all, is dismissed as the primitive refuge of those who do not have the insight to appreciate the incredible wonders of the present.”

Paul Volcker (2009): “the ATM has been the only useful innovation in banking for the past 20 years”.

Warren Buffett: “You are neither right or wrong because the crowd disagrees with you; you are right because your data and your reasoning are right”