

# CRISE(S) : LA(ES) THÉORIE(S) INTERPELLÉE(S) ?

---

1-2008-2010. De la crise financière à la crise économique

2- Quid de(s) la théorie (s) économiques ?

# 1-2008.....

---

De la crise financière à la crise économique

# Introduction

- Qu'est ce qu'une **crise** ?
  - Dysfonctionnement d'une économie **décentralisée**.
  - Décentralisée : actions prises par :
    - des millions d'agents indépendants,
    - ayant des objectifs propres.
  - Touche les **économies de marché**.
    - Associé au capitalisme ? Oui, historiquement.
    - Le **Gosplan** protège des crises.
- Synchronisation des écon. décentralisées : **mécanismes**.
  - Ajustement des **prix**.
  - Ajustement des attentes : **coordination des anticipations**.
  - Crise : rupture brutale.
    - du chemin suivi par l'économie.
    - d'une image collective de l'avenir antérieure.
- La variété des crises. **crise économique et crise financière**.
  - Crise sectorielle ou générale.
  - Champ géographique, local ou global.

# L'histoire des crises : brève promenade.

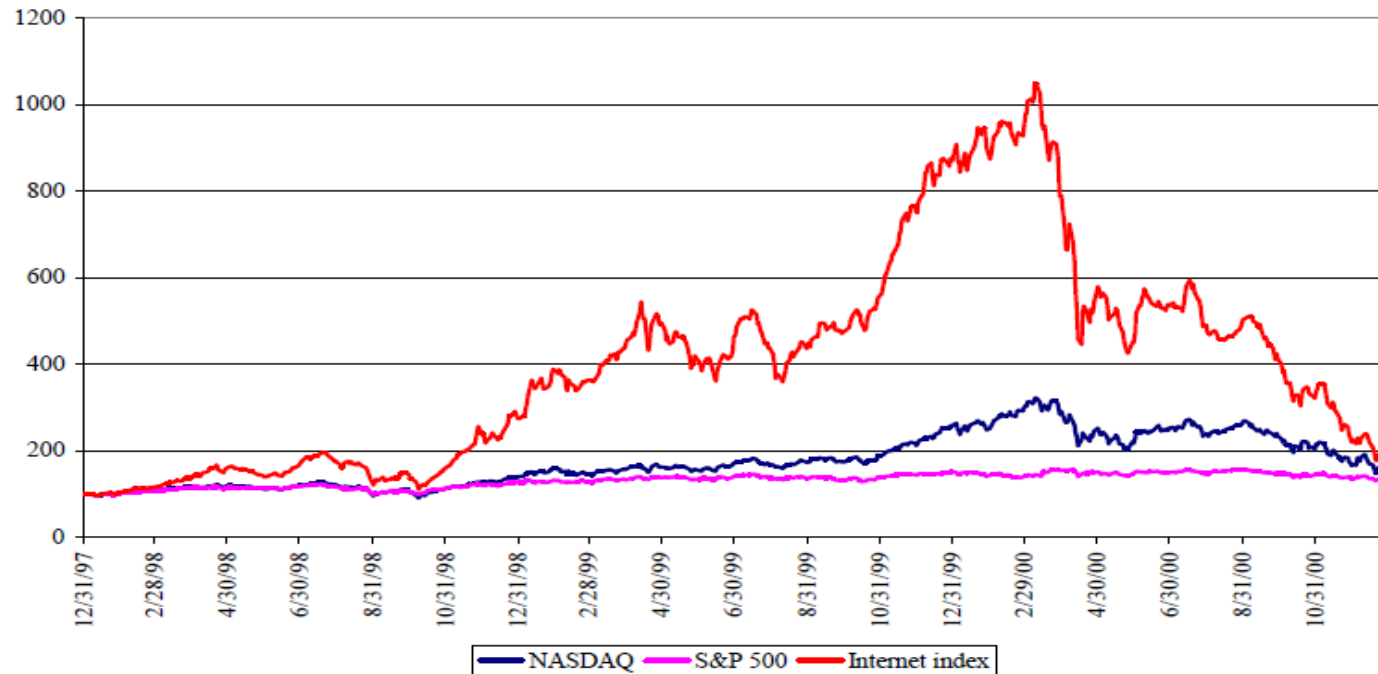
## ➤ Au 17<sup>ème</sup> siècle : la « manie des tulipes ».

- Un engouement pour la tulipe, (Bruegel) en Hollande.
  - Une activité économique et commerciale significative,
- De 1634 à 1637,
  - une montée spéculative des prix.
  - Des contrats à terme pour la tulipe
  - En 1637, exemple un oignon = 2 maisons, 5 années de revenus.
- Février 1637 : le cours s'effondre.
  - La fin du « *commerce du vent* ».
  - Une bulle spéculative.

## ➤ Au 18<sup>ème</sup> siècle : « La bulle des mers du Sud »

- 1711, la « South Sea Company »
    - gère la dette britannique,
    - 6% intérêt + exclusivité du commerce avec Amérique latine.
  - Cours stratosphérique en 1720-21, effondrement en 1721.
- 
- Newton : « je peux prévoir le mouvement des astres mais pas la folie des hommes »
    - *Même période, 1720, la banqueroute de Law*

# La bulle Internet...Dot.com



# 1929, 2008, deux crises jumelles ?

- 1929. Du krach à la crise mondiale.
  - Une montée de l'indice Dow Jones.
  - De 1921 à 1929, hausse de la production indust. 50/°, de la Bourse, >300/°
    - Nouveau système d'achat à crédit d'actions ?
  - Le krach
    - Contenu le jeudi noir, mais
    - 28 Octobre, lundi noir : -13/°, puis mardi noir, -12/°.
  - Une baisse qui se poursuivra de 1930 à 1932.
    - Des pertes considérables.
  - Et déclenche une crise mondiale.
- 2008. La crise actuelle : « Des sub-primés à la dépression »
  - Une crise « locale »,
    - l'effet du retournement de la bulle immobilière sur les crédits sub-primés.
  - Une propagation au système financier mondial.
    - Sauvetage de Northern Rock, puis Faillite de Lehman Brothers.
  - Une transmission synchronisée et rapide à l'économie mondiale.
    - 2008, 2009
  - Prospective....
    - V, V, W,

---

**"De profondes similitudes apparaissent entre la crise mondiale d'aujourd'hui et la Grande Dépression de 1929-1934 : la création et la destruction de moyens de paiement par le système du crédit, le financement d'investissements à long terme avec des fonds empruntés à court terme, le développement d'un endettement gigantesque, une spéculation massive sur les actions et les monnaies, un système financier et monétaire fondamentalement instable (...).**

**Ce qui est éminemment dangereux, c'est l'amplification des déséquilibres par le mécanisme du crédit et l'instabilité du système financier et monétaire tout entier, sur le double plan national et international, qu'il suscite. Cette instabilité a été considérablement aggravée par la totale libération des mouvements de capitaux dans la plus grande partie du monde.**

**Qu'il s'agisse de la spéculation sur les monnaies ou de la spéculation sur les actions, ou de la spéculation sur les produits dérivés, le monde est devenu un vaste casino où les tables de jeu sont réparties sur toutes les longitudes et toutes les latitudes. Le jeu et les enchères, auxquelles participent des millions de joueurs, ne s'arrêtent jamais. Aux cotations américaines se succèdent les cotations à Tokyo et à Hongkong, puis à Londres, Francfort et Paris. Sur toutes les places, cette spéculation, frénétique et fébrile, est permise, alimentée et amplifiée par le crédit. Jamais dans le passé elle n'avait atteint une telle ampleur (...).**

# L'amont de la crise 2008...

## ➤ Les prêts sub-prime.

- Prêts hypothécaires risqués, ménages pauvres aux USA. Collatéral, la maison...
- Risque limité du prêteur si le prix de l'immobilier s'accroît.

## ➤ La titrisation (securitization)

- « Originate and distribute model », se développe dans les années 90,
  - difficultés des Savings and Loans Companies dans les années 80, créées par la montée des taux d'intérêt.
- Création de titres adossés à des créances hypothécaires.
  - MBS (Mortgage-Based-Security).
- Processus de mixage des créances.. Paquet..
  - priorités et droits différent selon la tranche...senior, mezzanine, equity.
  - Risque et donc prime de risque différents
  - Evalué par les agences de notation.
- La titrisation se fait via un « véhicule d'investissement structuré » (SIV) ou conduit.
  - Les prêts disparaissent du bilan de l'initiateur de crédit, banque...
  - Titrisation au carré, de dvs titres adossés /des actifs, ABS, en CDO, Collateralized Debt Ob.
- Forte implication de Fannie Mae, Freddie Mac puis des « investment banks »

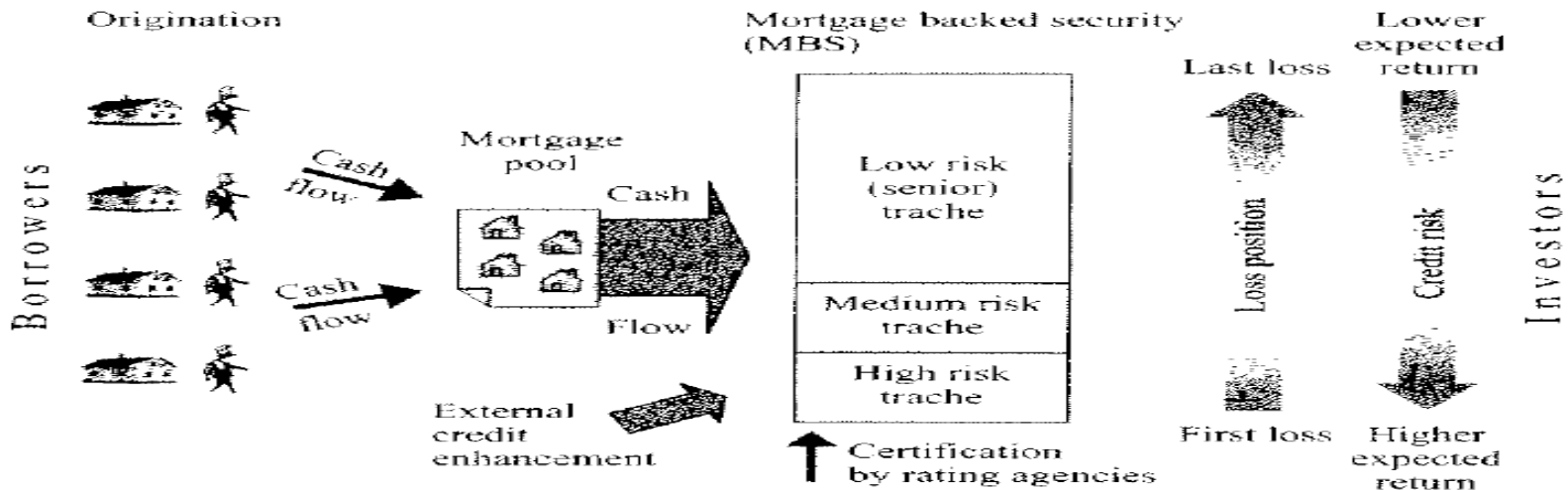
## ➤ Le pour ...et le contre.

- Diversification du risque de défaut, transfert du risque sur le taux d'intérêt ..
- Irresponsabilité forte des vendeurs de prêts, biais des notations, opacité
- effets systémiques incompris,

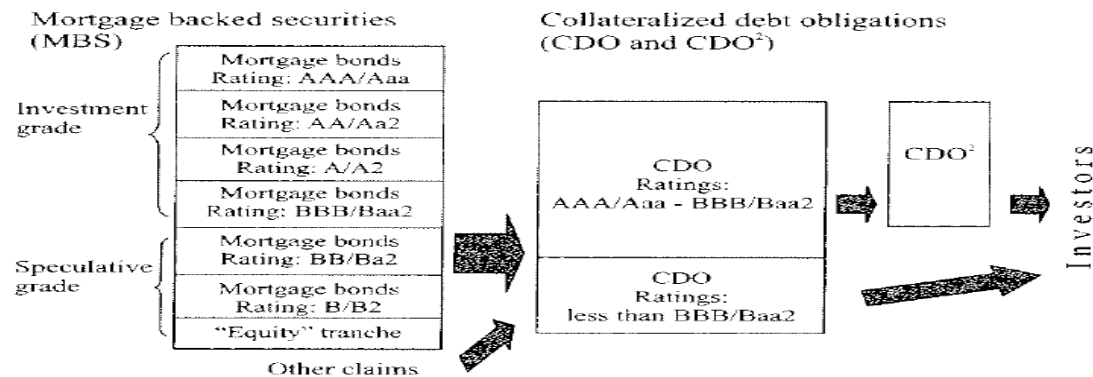


# Titrisation, suite...

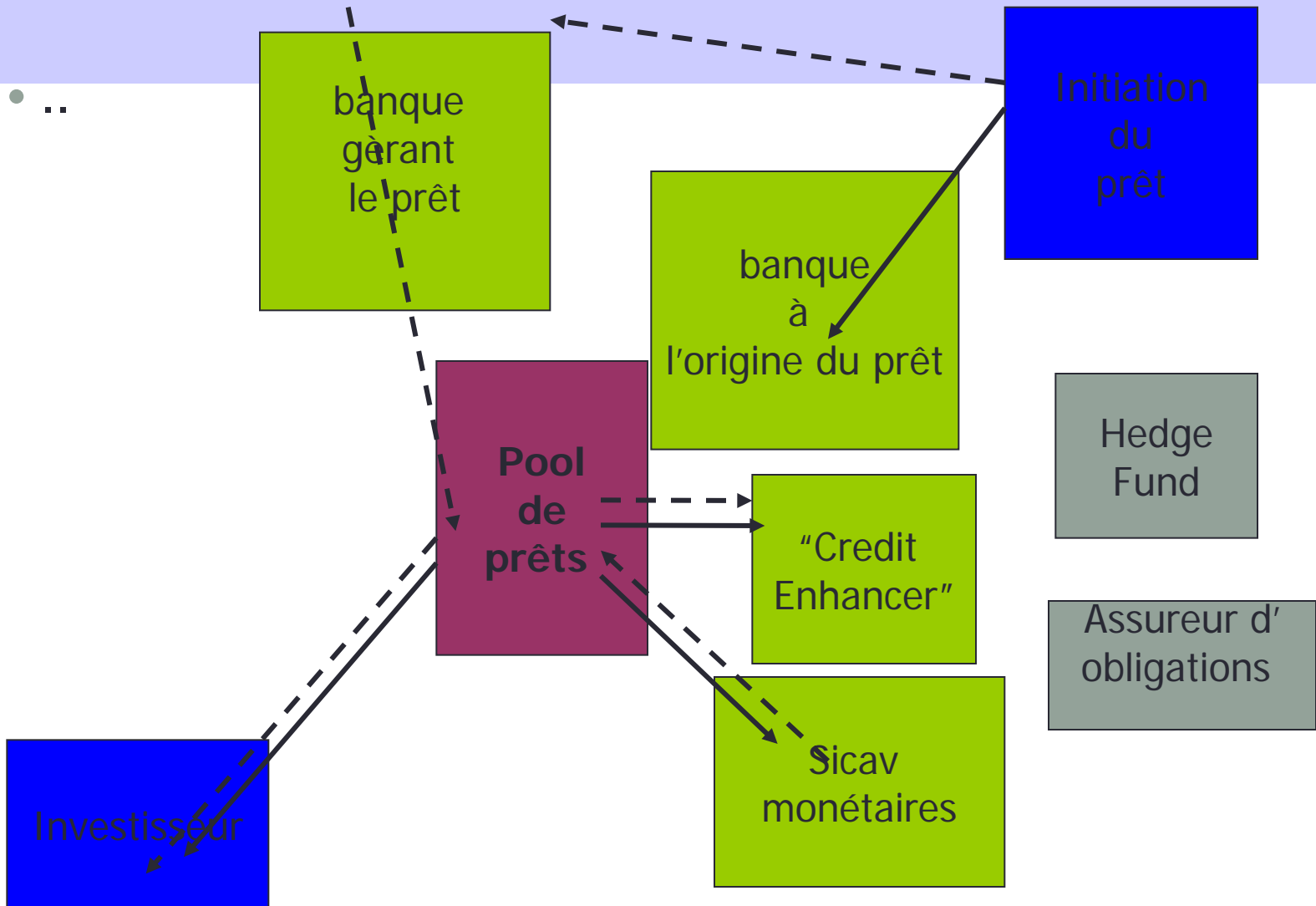
## How securitisation works From mortgages to asset backed securities



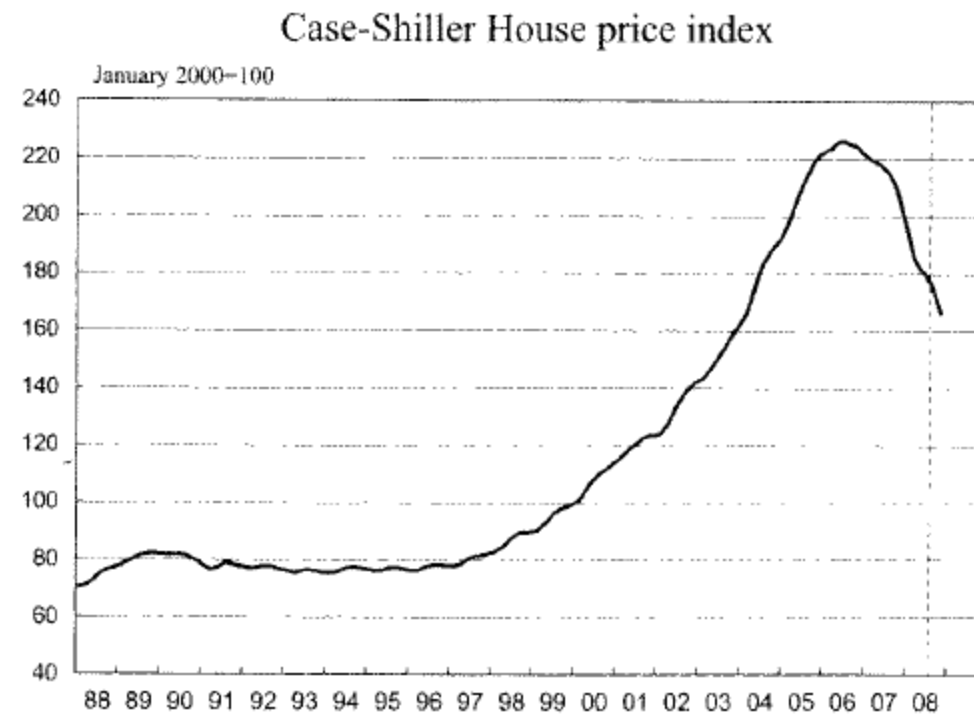
## How securitisation works More rounds of securitisation



# Titrisation et la *chaine-de-credit*



# Le prix de l'immobilier aux USA.



Source: Standard & Poor Case-Shiller, composite index.

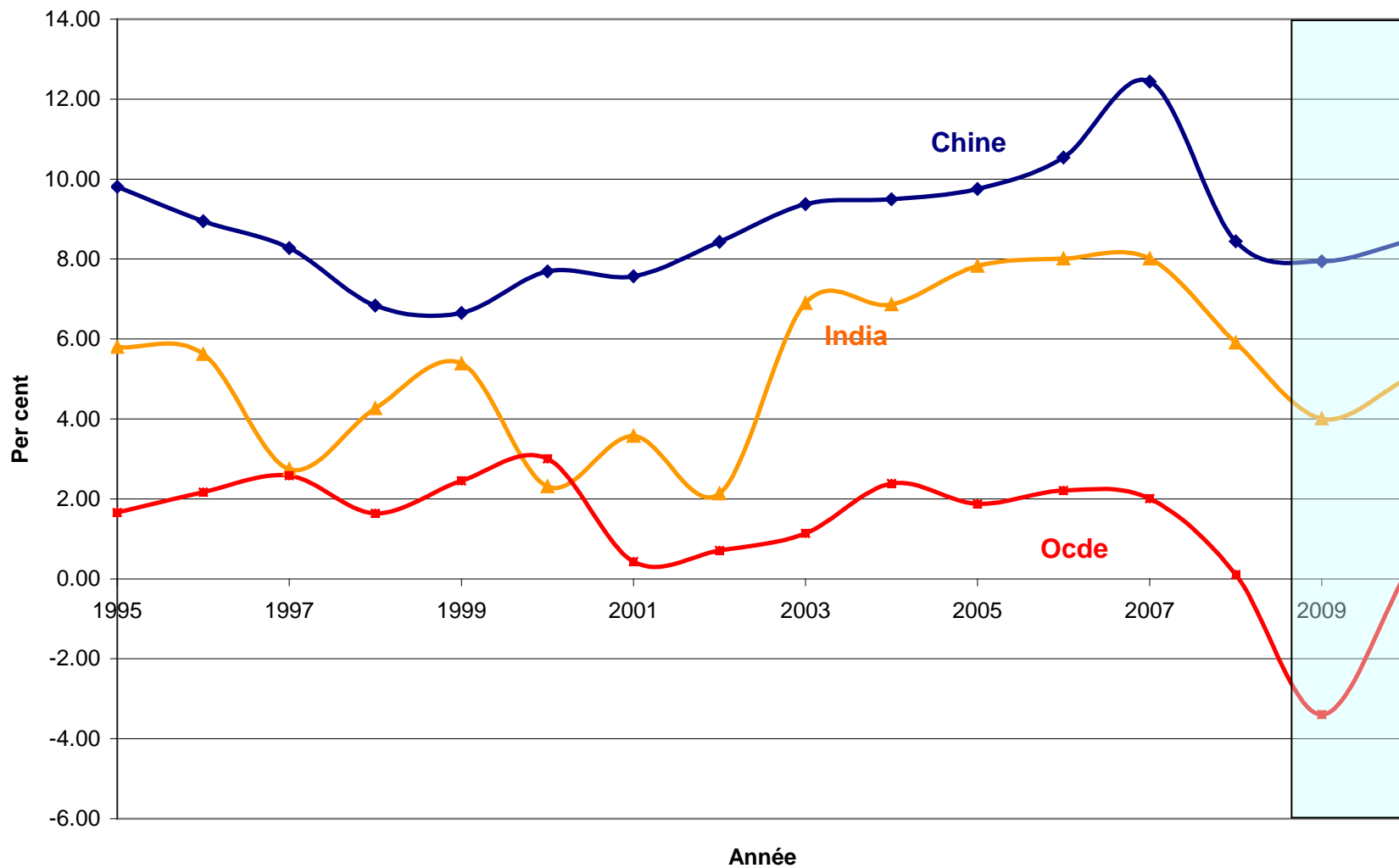
# La débâcle de la planète finance.

- La crise des sub-primes : **Un incendie local ?**
  - Des prêts risqués, de prime à **sub-prime**.
    - Une volonté de favoriser l'accès à la propriété des ménages les plus modestes.
    - Des prêts hypothécaires couvrant 100% voire plus de l'achat...,
    - Une désresponsabilisation des intervenants accentuée par la titrisation.
  - Un accroissement **auto-entretenu des prix de l'immobilier**. Bulle...
    - Non soutenable.
  - Un petit incendie qui aurait pu être circonscrit ? 2 à 300 Milliards de dollars.
- L'ébranlement du système financier mondial : « **Un immense feu de forêt** »
  - Les crédits sub-prime disséminés dans le monde et
    - « saucissonnés » (titrisés), soustraits du bilan.
  - L'imbrication des établissements
    - Accroissement des primes de risque, perte de la confiance.
    - Le risque d'effets dominos, comment le gérer ?
    - Sauvetage de Northern Rock, puis Faillite de Lehman Brothers.
  - L'effondrement du **marché boursier**.
    - Vendre des actifs, baisse cumulative,
    - Décembre 2008, SP 500
- **Martin Hellwig**, The causes of the financial crisis, Cesifo forum, 4-2008, 4-21

# De la crise financière à la crise réelle.

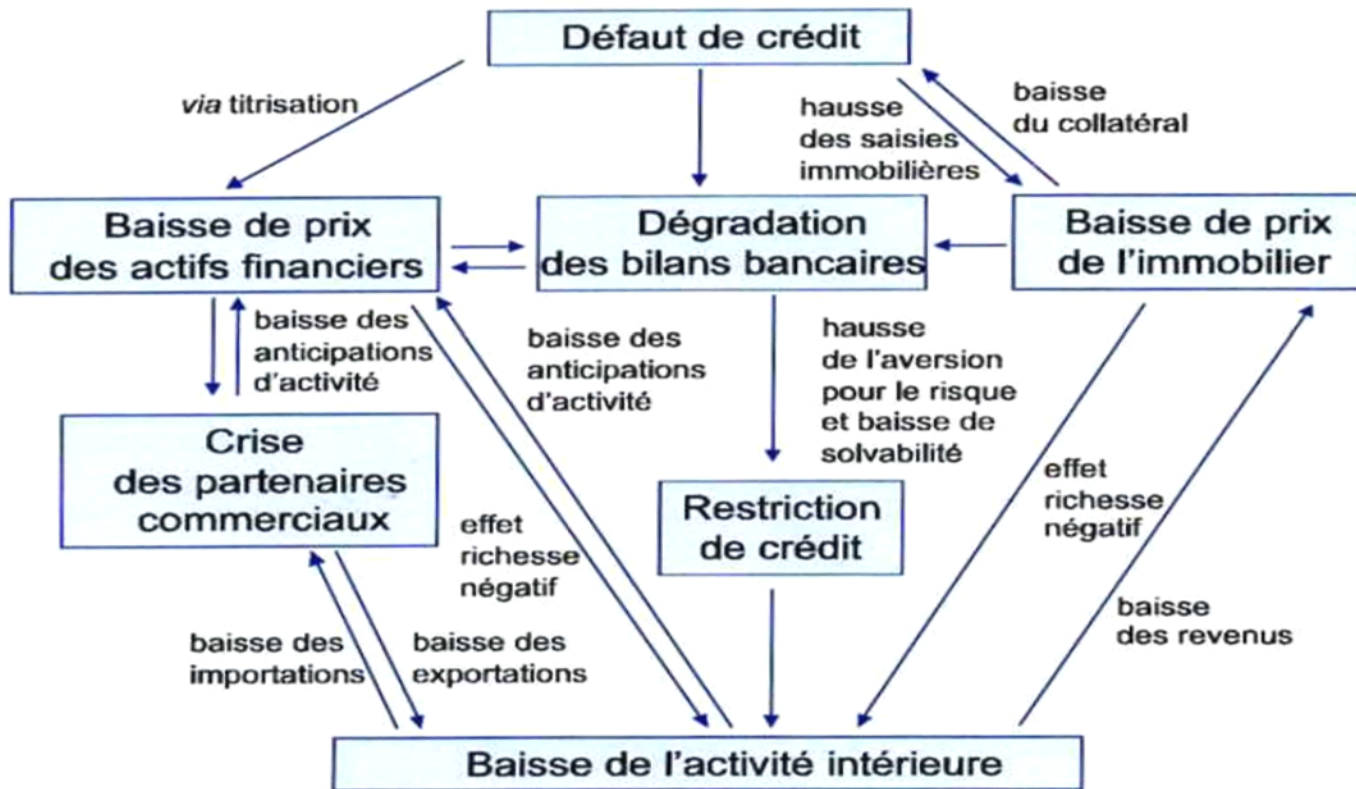
- Pourquoi la crise réelle : Une dépression rapide et synchronisée ?
  - Automne 2008- Printemps 2009:
  - Baisse de la production industrielle et du PIB
  - Crises financières induites, et sur la normalisation des marchés interbancaires
  - Menaces sur le commerce international.
  
- Les mécanismes : « Effet de richesse, credit crunch, »
  - Changement de l'image de l'avenir..
  - Effet de richesse :
    - Perte non anticipée de « revenu permanent »
      - pour les titulaires de revenus indexés sur les actions et produits financiers..
      - Pessimisme des salariés
    - Accroissement de l'incertitude
    - Conduit à réduire la consommation et à l'attentisme (biens durables)
  - Une rétraction des prêts du système bancaire,
    - credit crunch
    - Qui, lié au pessimisme sur l'avenir à la baisse de l'autofinancement réduit l'investissement.
    - Un mécanisme récessif cumulatif.

## Taux de croissance du PIB par habitant dans divers pays ou groupes de pays: 1995-2010



## La crise des « subprimes »

### Les enchaînements de la crise



# Des potions amères.

- Une thérapeutique éclectique : **Entre Friedman et Keynes.**
  - L'influence de la vision monétariste de la crise de 1929 ou de ses avatars.
  - Un retour de Keynes par la fenêtre.
  - Un souci de ne pas casser le commerce international.
- Les leçons de 1929, **selon Friedman.**
  - Une politique monétaire désastreuse.
  - Absence de soutien au système bancaire.
  - Après 2008, tout pour éviter le naufrage des banques et l'effet domino.
  - Sauve les meubles mais accentue l'aléa moral.
- Le retour de **Keynes.**
  - Injecter du pouvoir d'achat à court terme.
  - Dépenses gouvernementales, stimulus..
- Sauver le soldat commerce.
  - La contraction du commerce, l'exemple inquiétant de 1929.
  - Limitation des effets commerce,
  - Réaffirmation de la nécessité de coopération G20



# Une panne de « carburateur » ?

- La métaphore automobile : **Carburateur contre moteur.**
  - La finance mondiale, le carburateur.
  - L'économie mondiale, le moteur
  - Première thèse, une panne de carburateur ?
- Le carburateur « gonflé », **les logiques de la sophistication.**
  - Evolutions récentes : Montée en puissance / transformation depuis les années 70
  - Fin du Glass Steagall Act, séparation entre banques de dépôts et banques d'investissement.
  - Multiplication des intervenants, Hedge funds, special vehicles, shadow banking.
  - Une industrie mondialisée
  - Les évolutions (récentes) : multiplication des produits.
    - .....la titritisation et CDO
    - Et les CDS, Credit Default Swap
    - Les produits dérivés, exemple les options, etc...
  - Argument, améliore les performances du système.
    - Financer l'économie
    - Répartir le risque, mutualisation, compléter le marché..
    - Contrôlée ? par les mathématiques financières. Questions sur l'industrie de la finance.
- Le carburateur « gonflé », **les fragilités de la sophistication.**
  - Opacité interne, la modélisation comme voile.
  - Opacité externe, les produits indéchiffrables.
  - La coordination des anticipations, peuvent elles rester rationnelles ?

# Une panne de « carburateur » ?

- La première thèse : **le carburateur gonflé.**
  - Une amélioration de la performance tue la performance.
  - Mais qui est responsable,
    - les banquiers (cupidité, incompetence, fraude).
    - Les régulateurs.
- Les faillites de la régulation ? **Les fragilités de la sophistication.**
  - Les limites des régulations internes et des instruments d'analyse.
    - Les mathématiques financières et le risque de système.
  - La faillite des agences de notation.
    - Opacité du système
    - Et incitations perverses
- Les faillites de la régulation ? **Comment interdire la sophistication?**
  - Les incertitudes du savoir. Fallait-il interdire la sophistication ?
  - La concurrence des régulateurs comme régulation ?
    - Histoire vraie : BDF
- Autres chapitres.
  - Paradis fiscaux.
  - Rémunérations des traders

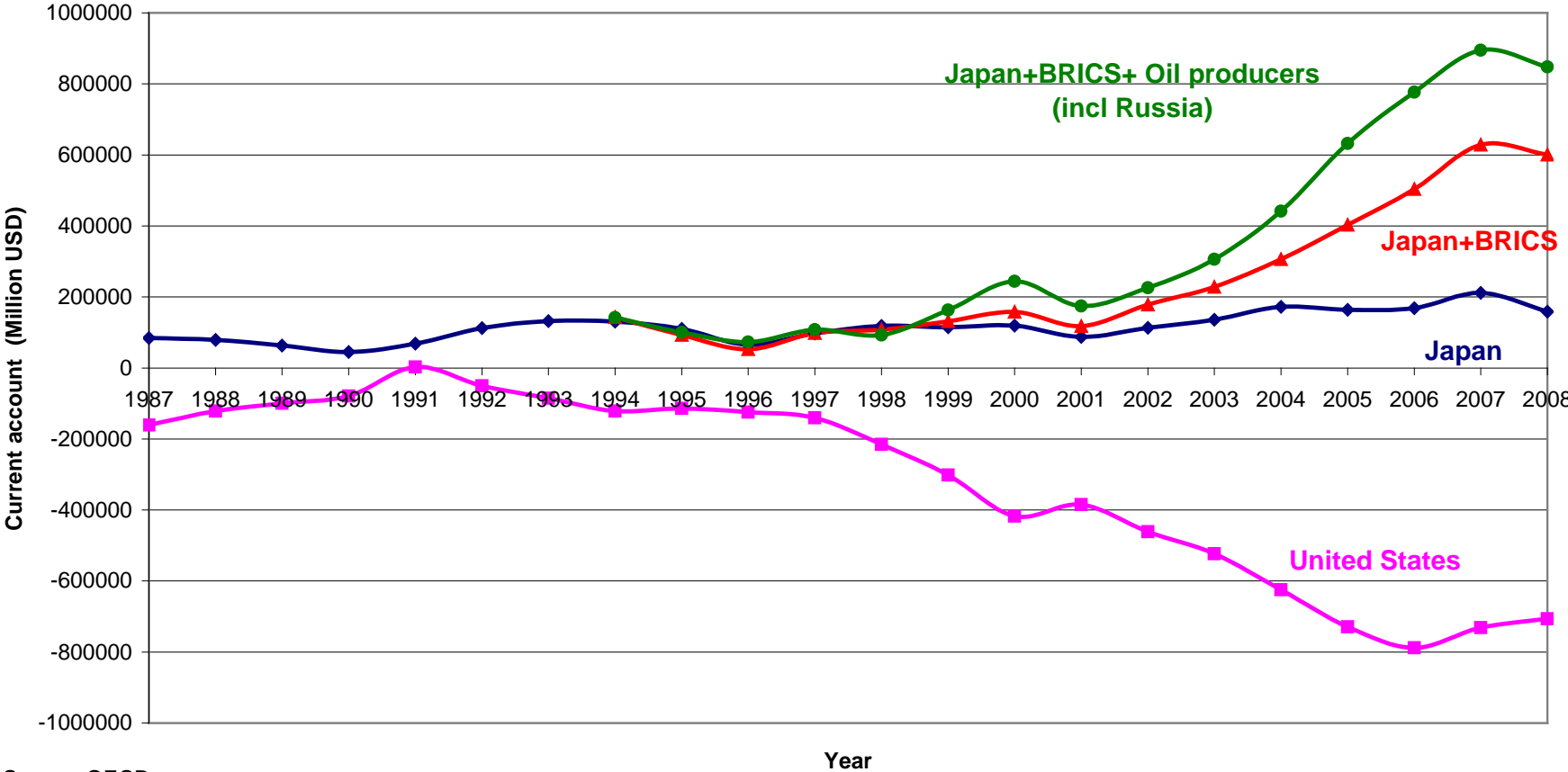
# Et le moteur ?

- La mondialisation du 19<sup>ième</sup> siècle : **La fixité des facteurs.**
  - Les produits mobiles,
  - les facteurs, terre, travail, capital, immobiles.
  - Effets Heckscher-Ohlin.
- La mond. fin du 20<sup>ième</sup> siècle: **La production « éclatée ».**
  - Production « saucissonnée » : les ateliers de l'entreprise répartis / le monde .
  - L'échange / les entreprises multi-nationales...(1/3 commerce mondial)
  - Une concurrence directe des facteurs travail...
  - Des gagnants et des perdants ...
- Dans les deux cas, la **mondialisation de la finance**
  - Au 19<sup>ième</sup> siècle, des marchés financiers intégrés et l'étalon-or.
  - Fin du 20<sup>ième</sup> siècle,
  - Une expansion et transformations rapides du système financier.
  - Liberté des mouvements de capitaux, Un système monétaire post-Bretton Woods
  - Défaillances de la **régulation financière** et sous-estimation du **risque systémique**

# Quid du (des) « conducteur(s) » ?

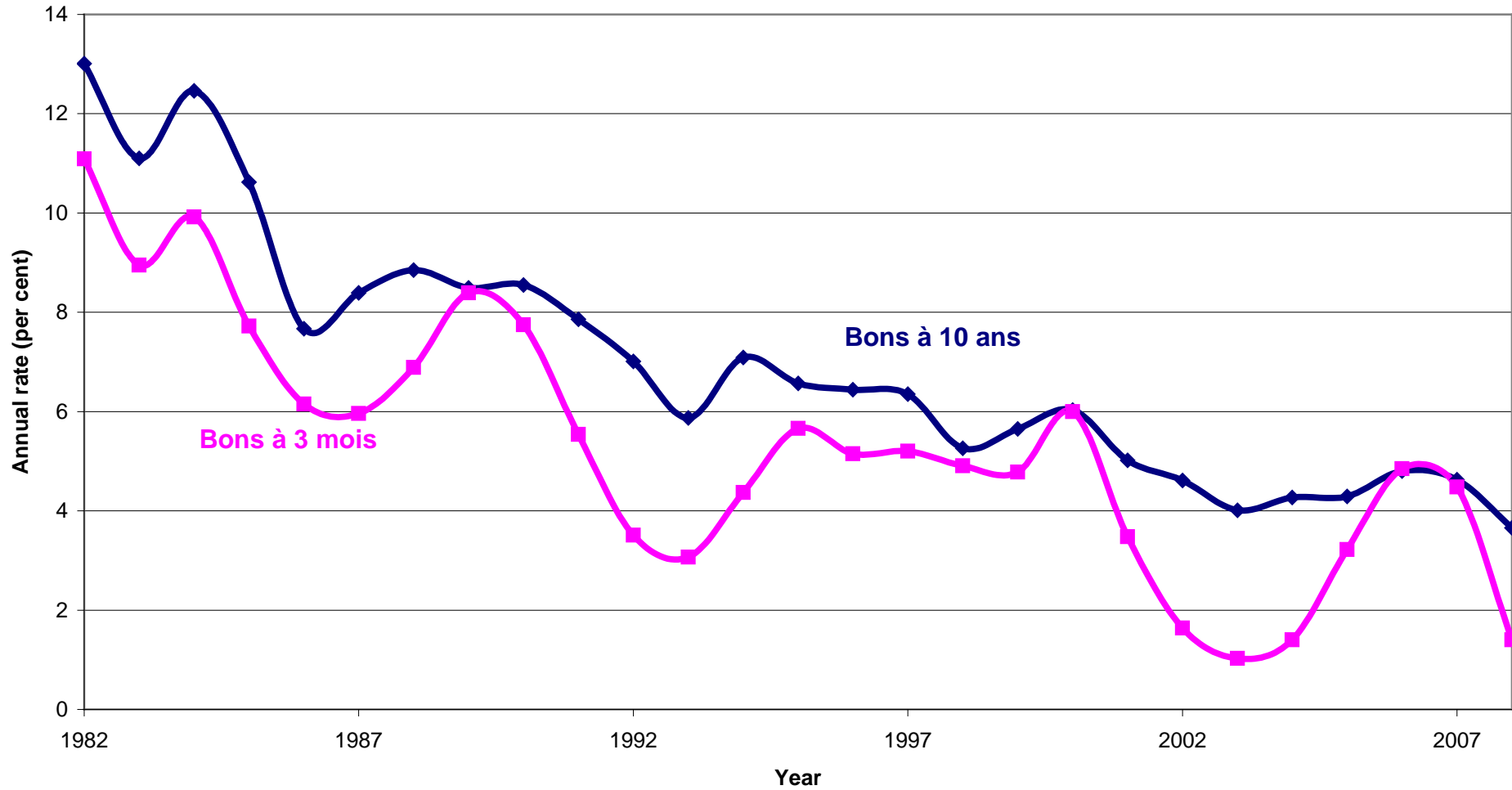
- Mutations de la **structure de l'économie**.
  - La **structure de l'économie mondiale** est en mutation rapide.
  - **Interactions** commerciales et financière fortes entre économies
  - Qui ne perdront pas leur intensité dans le futur
- « Moteur et carburateur » : **Crise du temps de la globalisation ou crise de la globalisation ?**
  - L'excédent d'épargne mondiale (épargne chinoise) et les **déséquilibres mondiaux**:
    - Effet sur les taux d'intérêt, effet de levier
    - Sur-endettement et prise excessive de risque.
  - Robert Solow: "lorsque des flux énormes de capitaux liquides coulent à travers le monde il est possible qu' ils débordent de leur vase"
- Le « conducteur » : **Des erreurs de maintenance et de conduite**.
  - Maintenance : les fautes de la régulation
  - Politique monétaire accommodante, expansion du crédit (Greenspan).
  - Le quasi-consensus de la grande modération. Le calme avant la tempête ?
  - Libéralisation et crises ??

# Global imbalances: Current Account surplus and deficits of selected countries, 1987-2008



Source: OECD

## Taux d'intérêt court et long: Bons du trésor US, 1982-2008



# Crise du temps de la globalisation, crise de la globalisation ?

- Des ingrédients communs à ttes les crises : **le dés-ancrage /fondamentaux.**
  - « politique monétaire laxiste
  - déréglementation ou libéralisation =>
  - Une phase spéculative: illusion d' un nouveau modèle
  - Anticipation de plus-values à court terme »
- Des caractéristiques spécifiques : **Crise du temps de la globalisation ou crise de la globalisation ?**
  - L'autonomie de la planète financière,
  - La mondialisation des échanges et les déséquilibres financiers.
  - La logique de circulation des capitaux et le système monétaire
- Les menaces: **Les causes imparfaitement traitées.**
  - Un système financier imparfaitement remis en ordre.
  - Les déséquilibres dus à l'épargne mondiale perdurent.
  - Le système de changes reste à réformer.

# QUID DE(S) LA THÉORIE(S) ?

---

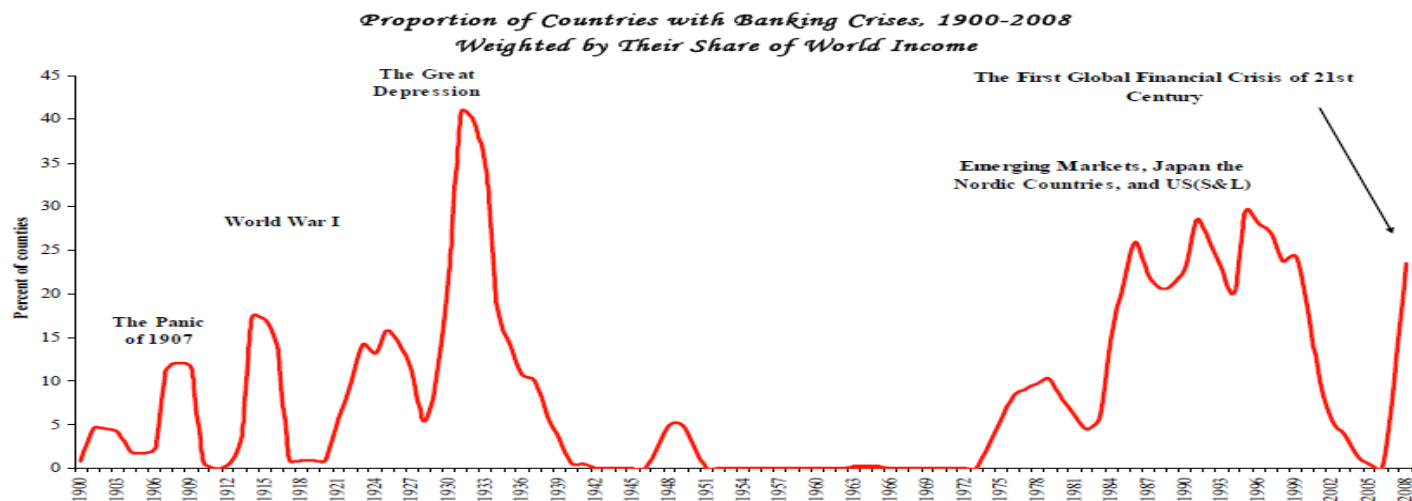
Une Introduction aux cours suivants



# Turbulences, la théorie interpellée

- L'optimisme de pré-crise..
  - La « **grande modération** » selon Bernanke.
  - « Central problem of depression prevention has been solved » (B. L.)
  - « The state of macro is good, the battles of yesterday are over ». (O.B).
- Mais la grande modération était largement une illusion d'optique.

Figure 1



# La théorie interpellée ?

- **Questions pour la théorie économique : Les bulles.**
  - Les bulles, un phénomène récurrent
    - De la manie des tulipes à la bulle internet ,
    - Multi-face : des bulles d'actifs aux bulles de matières premières et immobilières.
  - Quelles théories des bulles ? Beaucoup de littérature,
    - Par exemple la monnaie bulle dans le modèle à générations Allais-Samuelson..
  - Reste OTNI, **Objet Théorique Non Identifié**, (OTNI, M. Mal ?)
    - Malgré beaucoup de coups de projecteurs
- **Questions pour la théorie économique : Le retour de la monnaie.**
  - Un des sujets récurrent des affrontements théoriques et polémiques.
    - Vieille antienne, currency school contre banking school
    - Monétaristes contre keynésiens, Banquiers contre universitaires.
  - Qui semblait résolu voire disparu avec la « grande modération ».
    - La Banque Centrale réduite à un rôle essentiellement technique...
    - Appliquer **la règle de Taylor**. ... et donc indépendante...
  - Un retour étonnant,
    - Chartalistes,..
    - Reprise des débats fondateurs, Remise en cause de la relation admise monnaie finance,
    - Des objectifs de la Banque Centrale.

# La théorie interpellée ?

- **Questions pour la théorie économique** : La finance à revisiter
  - Finance, le fonctionnement des marchés financiers.
    - Les marchés spécifiques, marché des obligations,
    - Et le plus mystérieux d'entre eux, **le marché boursier**
    - Et les marchés avec forte implication du secteur financier, immobilier, matières premières
  - Quelques mots clés,
    - **l'efficacité informationnelle** des marchés,
    - **La liquidité**, retour de l'interrogation, relations entre marchés....
- **Questions/la théorie** : Les limites de la macroéconomie de temps calme.
  - La macroéconomie de temps calme :
    - Les modèles canoniques, cycles réels et nouveaux keynésiens... en question.
  - Les points aveugles... : relation **monnaie finance et économie réelle**.
- **Questions/ théorie** : **commerce et équilibres financiers dans une économie mondialisée**
  - Mondialisation, commerce et innovation, marché des biens et marchés des facteurs.
  - Les équilibres financiers.

# Les questions transversales.

- Une remise en cause de la théorie standard
  - La crise et la responsabilité des économistes
  - Trois grandes lignes de réexamen.
    - La rationalité des agents
    - Une vision plus critique du fonctionnement des marchés.
    - Un retour sur l'hypothèse d'anticipations rationnelles.
- 1- Remise en cause de l'homo oeconomicus.
  - Pas convaincant à ce jour
- 2- Le point de vue de la théorie de l'agence dans la description du fonctionnement des marchés financiers.
  - Nécessaire mais pas suffisant.
- 3- L'évaluation critique de l'HAR.
  - Se heurte au déterminisme philosophique des économistes ?