

« Crises financières: le rôle de la dynamique sectorielle » par Yannick Kalantzis

Discussion

Xavier Timbeau

OFCE

Séminaire Cournot

25 février 2016

Beaucoup de sympathie pour la démarche

- **Un contexte clair : la crise de la zone euro, les crises financières et le « sudden stop »**
 - Des questions en suspens: crise fondamentale, panique de marché, crise bancaire, crise de compétitivité structurelle, crise de change, esprits animaux des capitaux internationaux
- **Une méthode empirique « rigoureuse », « ouverte », « transparente »**
 - claire et abordable, reproductible, pas trop d'astuces dissimulées
 - Une approche agnostique ?
 - Quantifiée et utilisant au mieux l'information disponible
- **Des résultats qui confirment l'intuition**
 - Les crises financières (« sudden stop ») sont déclenchées par une déformation structurelle facilement identifiable
 - Il est possible de construire des indicateurs d'alerte

Suivent des critiques (constructives)

- Dispose-t-on de données et d'un échantillon suffisants et pertinents ?
- La méthode ne néglige-t-elle pas des phénomènes majeurs (hypothèses implicites)
- Cherche-t-on vraiment à réfuter la théorie (biais de confirmation) ?
- Répond-t-on à la question posée ?
- Pourrait-on aller plus loin ?

■ Pas temporel annuel

- définition du « sudden stop » pas si soudaine que cela
- Peut recouvrir une multiplicité de situations
- On pourrait essayer de spécifier en utilisant une information plus fine temporelle et plus détaillée à partir de la balance des paiements afin d'identifier les crises

■ Un assemblage de pays hétéroclites (Amérique latine, Asie, Europe et Pays développés)

- Ce qui suppose un traitement identique, non pondéré de pays et d'époques différentes et de qualité statistique probablement différente. L'évaluation des balances courantes est un poème et un test de robustesse au passage BPM5 à BPM6 serait intéressant
- Approche de plus en plus courante (sur des périodes plus longues souvent, et des assemblages encore plus hétéroclites)
- Produit des faits stylisés, mais surpondère les crises des « pays à crise »
- Analyse empirique conditionnelle à un échantillon soumis au « syndrome du lampadaire »

Des hypothèses implicites ?

■ Les pays sont considérés comme des observations indépendantes

- Mais les crises financières peuvent (sont) contagieuses et les expositions sont croisées
- Modèle domino en équilibre instable (explication structurelle, tous les pays ne s'effondrent pas) ou panique généralisée
- GLS, modèle logit à effets fixes apportent une réponse, mais cette réponse est partielle puisque l'information (proximité, synchronicité n'est pas utilisée au mieux)
- Est-ce que ce sont les variables d'état du pays en crise qui sont importants ou est ce que c'est la bilan des créiteurs qui est important ?
- Biais asymétrique : on ne regarde que les pays en déficits, pas les pays en excédent (veille comme le monde, mais le monde est en équilibre général et les pays ne sont pas indépendants)
- Est-ce que ce biais asymétrique est important ? Est-ce qu'il est d'importance égale (crise financière espagnole 2009 versus Hongrie 1991) ?

■ Est-il envisageable d'avoir une granularité géographique plus fine

- les Etats d'une fédération, les régions, etc...

■ Des variables mal ou pas observées

- Nature de la position extérieure (en monnaie nationale, en monnaie extérieure), porteur du risque ultime sur la position extérieure, financiarisation de ce risque
- Réserves de change

Peut-on faire un procès en biais de confirmation ?

(lorsqu'on a une tête en forme de marteau, tous les problèmes ressemblent à des clous, attribué parfois à Mark Twain)

- **Ici, T-to-N est la variable d'intérêt, on cherche à faire apparaître T-to-N dans l'analyse, on y parvient, on conclue que T-to-N est pertinent**
 - Mais : peut être que d'autres candidats sont meilleurs
 - D'autres définitions de T-to-N, si on dispose d'une classification en k-secteurs sur l'ensemble des pays observés, alors il existe $n(k)$ combinaisons de A-to-B qui pourraient être systématiquement testées
 - Peut être que d'autres éléments apparaîtraient (secteur primaire, public, éducation, etc...)
 - Peut être d'autres phénomènes : perte de position compétitive plus fine, malédiction de ressources ou de spécialisation obsolète qui seraient éventuellement corrélés à T-to-N mais décriraient une dynamique alternative

Cherche-t-on à répondre à quelle question ?

Question 1 : peut-on (anticiper) annoncer les crises financières ?

- signaux précoces de crise. Le modèle logit est convainquant, mais comment l'interpréter (est ce que 12% est une hausse suffisante de probabilité)
- Analyse en termes de faux positifs et de faux négatifs. Change radicalement la façon d'utiliser le résultat. Si bcp de faux positifs, mais peu de faux négatifs alors tableau de bord et on attend plusieurs clignotants au rouge, si bcp de faux négatifs, mais peu de faux positifs, alors indicateur exclusif d'alerte (à compléter éventuellement).
- Sélection des indicateurs en fonction de cela (voire caractérisation des indicateurs)

Question 2 : quelle est la nature des crises financières ?

- Bulle immobilière (T-to-N augmente parce que p^{immo} augmente, p^{immo} augmente parce que le crédit augmente, parce que les anticipations, les politiques publiques, etc...)
- Trop de crédit, crédit mal alloué (aux agents publics, aux agents privés, aux agents privés en regard de leur investissement productif, parce que crédit trop peu cher (écart taux naturel taux de marché, *saving glut*))
- Des banques mal gérées (voile d'information, réglementation percée, esprits animaux bancaires)
- Pas assez de compétitivité (trop de salaire, pas d'investissement, érosion de la compétitivité hors coût, masquée par des politiques qui retardent la crise)
- Parce qu'il y a autoréalisation d'une crise (institutions défaillantes, risque de change porté en interne, pas de mécanisme de convergence, parce que les capitaux ne sont pas correctement contrôlés)

Peut-on aller plus loin : oui!

■ Données :

- information plus fine sur la balance des paiements (meilleure identification de la crise)
- réflexion sur l'échantillon, granularité géographique, temporelle au-delà des tests de robustesse

■ Statistiques

- Evaluer les faux positifs, les faux négatifs, réflexion sur les valeurs des coefficients mesurés combinés à leur significativité (et pas seulement le seuil de 5%), expliciter la fonction de perte
- Préciser la question (indicateur avancé de crise, surveillance, analyse structurelle)

■ Modèle implicite

- Effets de contagion, bilan des crédateurs, effet de répétition (pas visible pour les crises jumelles, peut être plus apparent pour les crises ordinaires)
- Examen plus systématique de canaux alternatifs (synthèse avec la littérature BRI, crises immobilières, inégalités, crises bancaires, crise de compétitivité)