

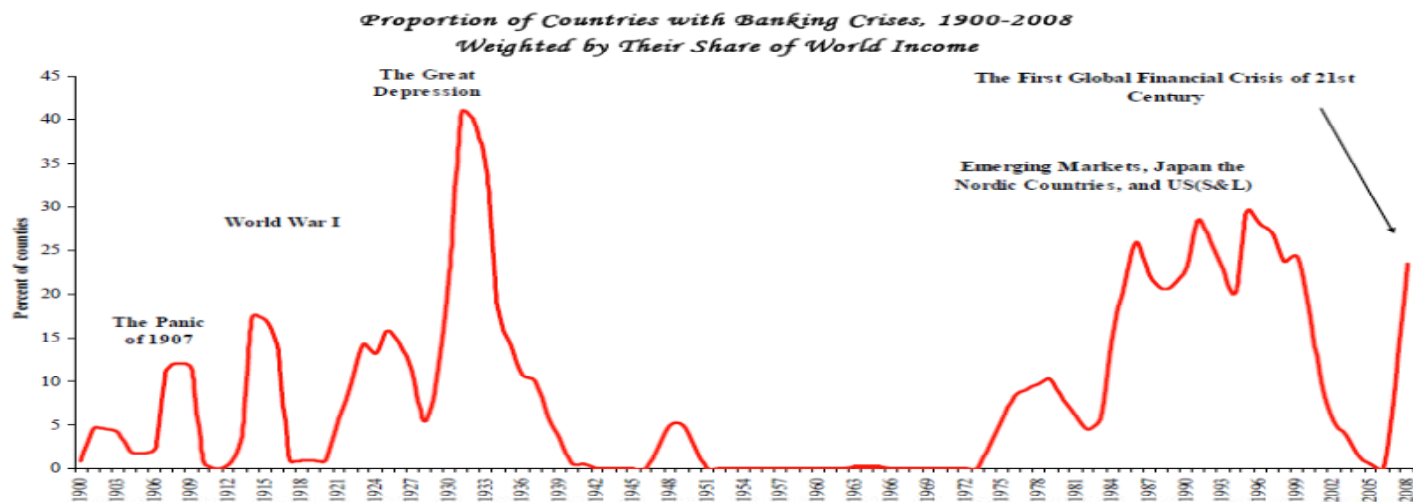
UN RETOUR SUR LE COURS 2011-2012

Promenade aléatoire.....

Turbulences, la théorie interpellée

- L'optimisme de pré-crise..
 - La « **grand 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 ».
- Mais la grande modération était largement une illusion d'optique.

Figure 1



Keynes et

□ Hayek, Schumpeter



JARDINS...

A la française,

A l'anglaise..

Autour du parc

Le modèle Arrow-Debreu..

- Une idéalisation extrême : **Transactions au début des temps.**
 - Dans le monde réel : Peu de marchés à terme, sur les biens.
 - Les transactions sont séquentielles .
- Une idéalisation extrême : **Contrats « complets »**
 - Toute l'incertitude est observable et vérifiable: **états de la nature** identifiables.
 - Possibilité de contracter sur tous les biens conditionnellement à l'histoire.
 - *contrats exécutables sûrement et sans coûts...*
 - « Assurance » complète.... réalité mécanismes d'assurance incomplets.
- Une idéalisation extrême : **Contrainte budgétaire atemporelle.**
 - Une contrainte budgétaire inter-temporelle et inter-états
 - Vérifiée sur *un grand livre de comptes*. Sans monnaie.
 - Dans les économies réelles, les comptes bancaires constituent un substitut partiel du grand livre des comptes,
 - Rôle d'enregistrement des comptes et de création monétaires non séparés.
 - Mais devraient l'être selon Allais
- Une idéalisation extrême : **Apurement automatique des marchés.**
 - Tout laisse à penser que c'est un problème de difficulté formidable

La version inter-temporelle d'ADW.

- Version **inter-temporelle** Malinvaud-Radner. Le cadre.
 - Des **marchés au comptant** à chaque date, pour tous les biens de la période,
 - des marchés **financiers « complets »**,
 - Une version inter-temporelle de la complétude : à chaque période, on peut transférer de la valeur entre l'état de la nature de la période et les états de la nature ultérieurs...
 - Différentes possibilités pour la complétude.
- **L'équilibre** de plans de prix, d'anticipations de prix
 - Equilibre : séquence de **prix au comptant et de prix d'actifs**.
 - Equilibres à chaque période sur chacun des marchés.
 - Prévission des prix futurs :
 - **anticipations rationnelles**,
 - prévision parfaite en l'absence d'incertitude
 - Concrétise, l'équilibre atemporel AD, efficace

Un jardin à l'anglaise... ?

- Une idéalisation plus limitée : **Transactions au début de chaque période**
 - Les transactions sont séquentielles.
 - Marchés au comptants et marchés à terme.
- Une idéalisation forte : **Contrats essentiellement « complets »**
 - Toute l'incertitude est vérifiable. : **états de la nature** identifiables.
 - Possibilité de transférer de la valeur de toute date-événement à toute date-événement.
 - *contrats exécutables sûrement et sans coûts...*
 - « Assurance » complète.... réalité mécanismes d'assurance incomplets.
- Une idéalisation raisonnable: **Contrainte budgétaire temporelle.**
 - *Un grand livre de comptes à chaque période. Sans monnaie ?.*
 - Des comptes bancaires qui ont un rôle d'enregistrement des comptes, au comptant pour les échanges de biens et pour les échanges de titres
 - Conforme à la banque au sens d'Allais
- Une idéalisation discutable : **Apurement automatique des marchés.**
 - **Marchés de biens et marchés de titres..**
 - **AR**

DANS LES ALENTOURS.. DU JARDIN AU PARC.

- Monnaie, unité de compte
- La transmission de l'information : entre équilibre révélateur et comportement moutonnier
- L'ancrage des anticipations : la règle de Taylor...

La Monnaie et les banques, rappel d'histoire ..

➤ Premières formes modernes du **système bancaire**.

- Banquier reçoit des dépôts, (Or, objets),
- Contre un **Certificat de dépôt**, (billets, notes)
- Le certificat peut circuler comme paiement....,
- Particulièrement lorsqu'il est **fractionné**, coupures de somme ronde,
- Donc moins encore de demandes de récupération du dépôt.

➤ D'où la prochaine étape,

- émission d'un certificat de dépôt sans dépôt .
- Emissions de « billets » relève du crédit..
- Et, **bifurcation**, plus de « billets » que d'or en réserve.
- Innovation géniale ou escroquerie ?
- Accroît le volume des moyens de paiements, **création monétaire !**

La fragilité des banques

➤ Fragilités, suite.

- Permanence du risque de panique
- Fragilité supplémentaire liée aux échanges internationaux (fuite d'or).
- Banque de dépôts aujourd'hui, même forme de bilan,
- Mais risque de panique disparaît
 - pour ce qui concerne les dépôts à vue (assurance publique..)
- Cependant, des ratios dette/capital, très différents des autres secteurs
- USA 1985, 11 pour banques commerciales...
- Contre entre 1,2 et 3 dans les autres secteurs

➤ Comment expliquer, « modéliser », les paniques?

- La panique est auto-réalisatrice.
 - Si tout le monde anticipe la panique, alors elle se produit,
 - Si personne ne l'anticipe, alors elle n'a pas lieu, indépendamment des fondamentaux.
- Il y a donc **équilibre multiple** : et donc déficit d'explication...
- Faut il renoncer à modéliser, comprendre, la logique à l'œuvre ?
- Même logique pour les crises de change

Modéliser les paniques bancaires.

➤ Le modèle :

- Le **bilan** :
 - Actif : Monnaie centrale, Prêts,
 - Passif : Dépôts et Fonds propres...
- Masse des dépôts 1, un continu de déposants valeur 1,
 - q , mesure de « **liquidité** »...entre 0 et 1. .
 - $N < 1$ nombre de demandes de retraits
 - Si $N < q$, on peut rembourser....
- Le vrai q est une variable aléatoire..., valeur non connue des déposants,
- Signal $s(i) = q + e(i)$, reçu par chacun des déposants.
- Le signal : **densité uniforme sur $q - e^*$, $q + e^*$** , e petit.

➤ Le jeu de la panique :

- En l'absence de signal, équilibre multiple, quelque soit q
- Avec signal,
 - Chacun a une **stratégie de seuil**, (gâchette),
 - si $s < s'$, je retire mes fonds.
 - Si l'attaque échoue, coût..... probabilité de faillite limite
- Quelle est la meilleure réponse/ stratégie gâchette s' , commune aux autres

Une parenthèse : la règle de Taylor !

➤ Le modèle :

- Un continu d'agents, chacun reçoit une quantité b de bien à chaque période
- Le prix monétaire du bien est $P(t)$
- Les agents ont une fonction d'utilité iso-élastique $u(C\{t\})=[1/(1-\sigma)](\{t\})^{\{(1-\sigma)\}}$.
- FOC : $(1+i(t))(P(t)/P(t+1))=(1/\beta)U'(C(t+1))/U'(C(t))$.
- $1+i(t)/\pi(t+1)=1/\beta$, $i(t)$ est le taux d'intérêt nominal monétaire.
 - L'équilibre "choix" conjoints du taux d'inflation et du taux d'intérêt nominal

➤ Equilibre $E^*=[1/\beta, \text{ pas d'échange}]$.

- Avec taux d'inflation $\pi(t)$ quelconque et $1+i(t)/\pi(t+1)=1/\beta$!
- Discussion sur les équilibres
 - On peut évidemment viser un taux d'inflation cible $\pi^*=P^*(t)/P^*(t-1)>\beta$.
 - Mais la banque centrale contrôle les taux d'intérêts..et non le taux d'inflation...

➤ La banque centrale décide selon une règle Wicksellienne :

- $i(t,m)=\varphi(P(t)/P(t-1))$, φ croissant.
- Tout équilibre proche de l'équilibre stationnaire devrait satisfaire :
 $\varphi'(*)\beta(\delta\pi(t))=(\delta\pi(t+1))$,
- Une équation incompatible avec la proximité de la trajectoire du nouvel équilibre avec la trajectoire de l'état stationnaire dès lors que $\varphi'(*)\beta>1$.

➤ En d'autres termes, si if $\varphi'(*)>(1/\beta)$, l'équilibre est localement déterminé

- C'est la forme prise par la règle de Taylor.

HORS DU JARDIN

Le marché boursier

Les bulles..

Bref rappel : séance précédente

- Les faits SP 500
 - Fluctuations des rendements
- Tendances de longue période
 - 1,5% prix actions
 - 4,5% dividendes,
 - Ratio prix/div. >20
 - Rendements de longue période >> 6 %
 - Actif sans risque <1%,

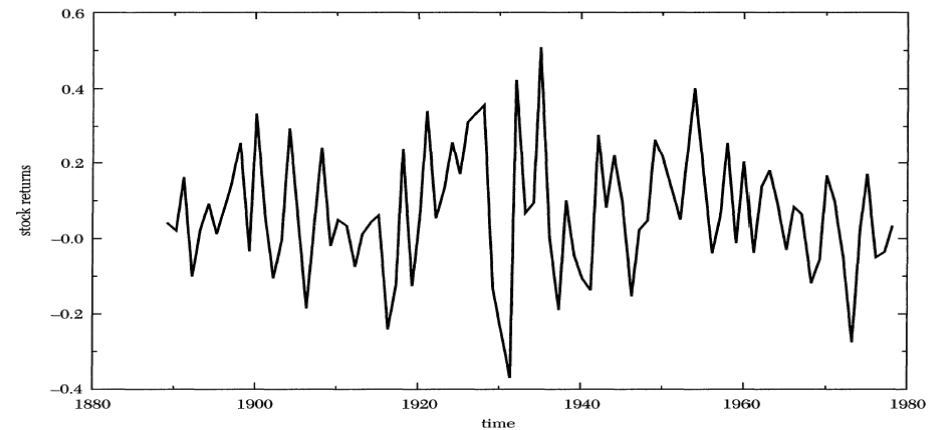
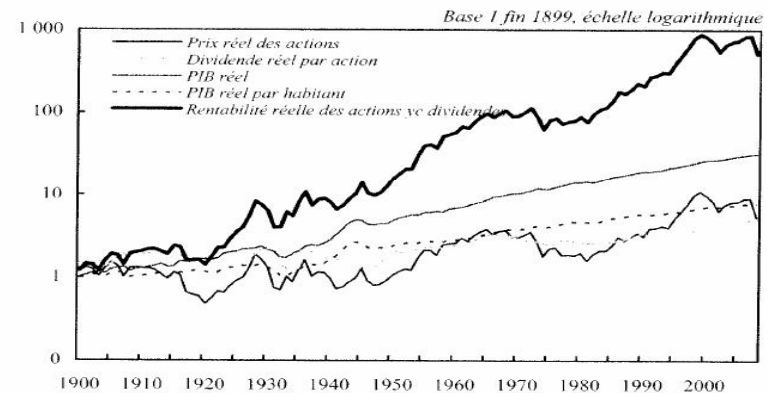


Figure 2. Annual Real Return to S & P 500

16. Comparaison entre rentabilité boursière et croissance économique, États-Unis



Sources : Global Financial Data et Datastream.

L'entreprise, objet théorique dans un monde de marchés complets.

➤ Le cadre **simplifié** :

- Choix fixé
- Suite $y(s(t))$ plans contingents
- Génération nette de liquidité...

➤ **Valeur** de l'entreprise :

- Valeur évaluée avec le système de « **prix complet** »
- $V = \sum p(s(t))y(s(t))$
- = valeur de ses contreparties , indépendante de la répartition

➤ **THM Modigliani-Miller** :

- *La valeur de l'entreprise ne dépend pas de la répartition dette actions.*
- Démonstration 2 périodes, aujourd'hui, dette D
- Actif « entreprise » demain $y \in \mathbb{R}^S$, valeur $p.y$
- Valeur pour les actionnaires $p.y - D$, dette remboursée
- Valeur de l'entreprise, dette + actions constante.

➤ **Commentaire..**

- les actionnaires d'accord sur le choix de production.
- Valeur des actions réalisable aujourd'hui, prix des actions s'en déduit..

La théorie de la valeur fondamentale.

4- Illustration.

➤ Principe :

- L'entreprise est un générateur de dividendes.
- Valeur = valeur actualisée/dividendes + valeur term...

➤ Le noyau de la **théorie de la valeur fondamentale**

- $p(t) = \sum_{T=t+1}^{+\infty} \{1/(1+r)^{T-t} \{E(d(T))\}$
- Prix égale espérance de la valeur fondamentale.

➤ **Illustrations :**

- Cas déterministe a:
 - Les dividendes croissent au taux g
- $P(0) = d(0) \sum_{t=1}^{+\infty} (1+g)^t / (1+r)^t$ $P(t) = (1+g)d(t) / (r-g)$
 - r croît, P décroît emprunte moins sur la base des dividendes futurs..
 - si $r=0,45$, $g=0,015$, $p = 33$ fois le dividende.
 - Si $g=0,025$, 50 fois, si $g=0,04$,
- Forte sensibilité **aux prévisions et aux taux d'intérêt**

La thèse de l'efficacité informationnelle.

➤ Qu'est ce que **Efficient market hypothesis** ?

- 1- Les prix des actions reflètent toute l'information connue et changent rapidement pour intégrer des chgts d'info..
- 2- Les prix ___ signaux convenables / bonne allocation épargne..
- 3- Les prix reflètent la valeur fondamentale / tte info disponible.
- 4- On ne peut battre le marché / Pas d'info utile / les rendements ?

➤ Quelle relations entre ces affirmations ?

- 1 est une affirmation à tout le moins ambiguë..
 - Information sur quoi ? Sur ce que mesurent les prix...!
 - Si on ne dit pas ce que mesurent les prix, !!!
- Ou d'information utile pour faire mieux que le marché, ---- 4!
 - Pas d'information sur les rendements futurs ?
- 1 n'a pas de sens en soi, 4 peut avoir un sens mais à préciser..
- 2 et 3 implicitement équivalents (monde/ first best à l'arrière plan).

La thèse de l'efficacité informationnelle.

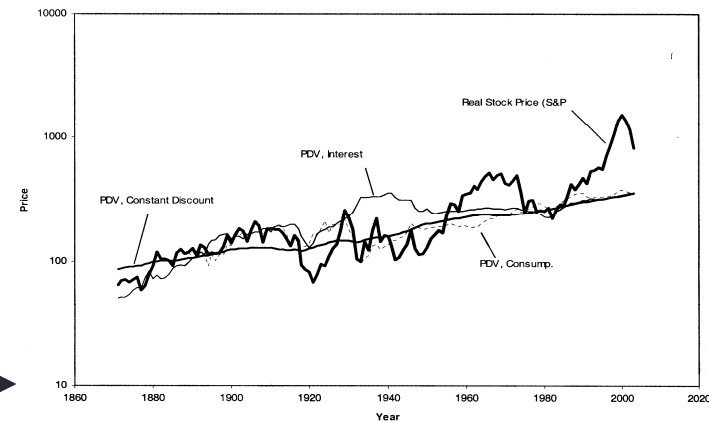
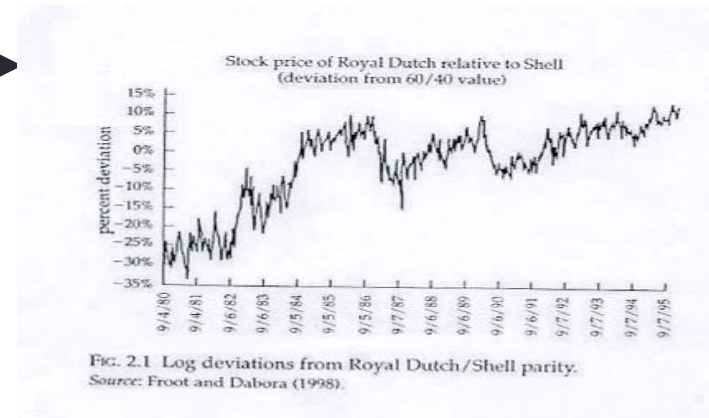
- Des formulations à géométrie variable..
 - 1 pas de sens, 4 à préciser,
 - 2 et 3 précis, mais...
 - Au niveau d'une action individuelle ou des indices agrégés...
- **Un mythe puissant** : le marché domine les acteurs et est socialement fiable..
 - Et potentiellement dévastateur ?
 - Paul Volker : .. « Among the causes of the recent financial crisis was an unjustified faith in rational expectations and market efficiencies »
 - Richard Posner : « went too far by exaggerating the resilience of the self healing powers of laissez-faire capitalism »
- Revenons en arrière
 - Notre vue de la théorie de la valeur fondamentale faisait implicitement que toute l'information disponible était disponible pour le calcul.
 - Revenir sur cette hypothèse ?
 - Soit elle est confirmée, ainsi que la théorie exposée, mais rend tjrs mal compte des faits..
 - Soit au contraire, et la théorie VF en information asymétrique est différente. Mais si elle est plus proche des faits, c'est bon pour VF et mauvais pour EMH.

Les prédictions de la théorie de la valeur fondamentale en défaut ?

➤ Les prédictions robustes..

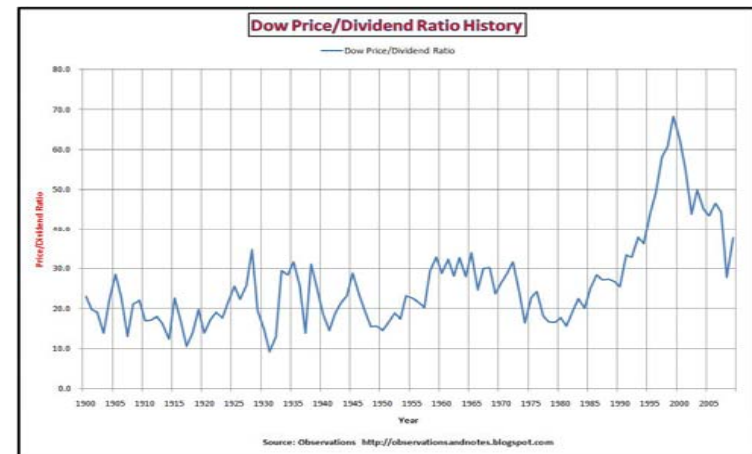
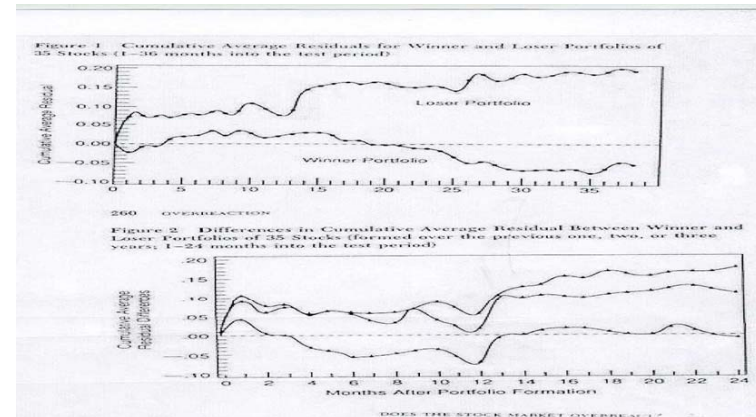
- 1-A: 2 entreprises engendrant mêmes flux de div. Valorisées =
- 1-B : Pas de bulle, par définition .
- 1-C : Crash : arrivée de bcp d'information.
 - Doutes...
 - Crash de 1987

➤ 1-C : Les prix varient moins que les valeurs fondamentales reconstituées. **Faux**



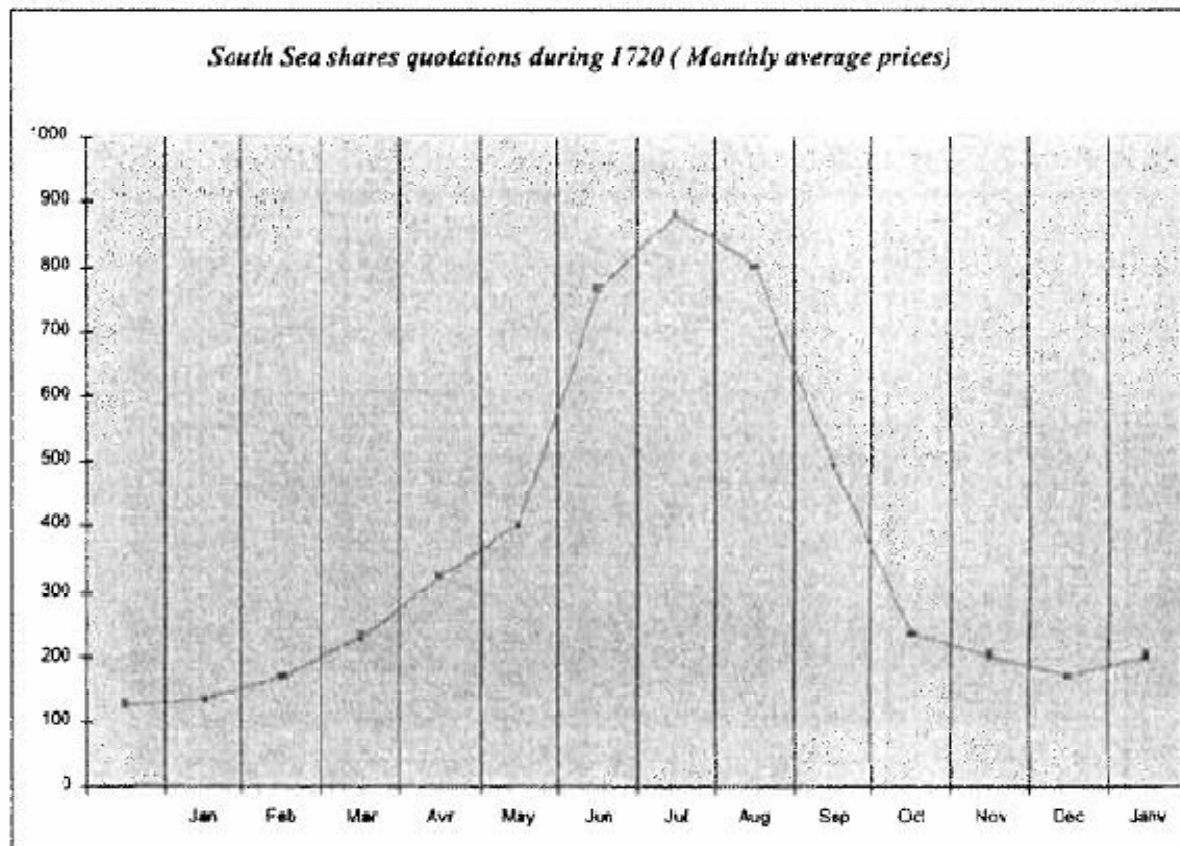
Les prédictions de la théorie de la valeur fondamentale en défaut ?

- Les prédictions assez robustes
 - 2-A La prédictabilité des cours est faible..
 - Contrexemple
 - 2-B : les prix sont plutôt moins volatils que les dividendes, →
 - **Non** la volatilité des rendements supérieurs à la volatilité du taux de croissance des dividendes..
 - 2-B Le ratio prix/dividendes est plutôt stable.
 - **Non** : il est très volatil, avec des fluctuations persistantes. ↘
- Ne dit rien sur
 - Prime de risque raisonnable ?
 - Sur les effets de l'information asymétrique

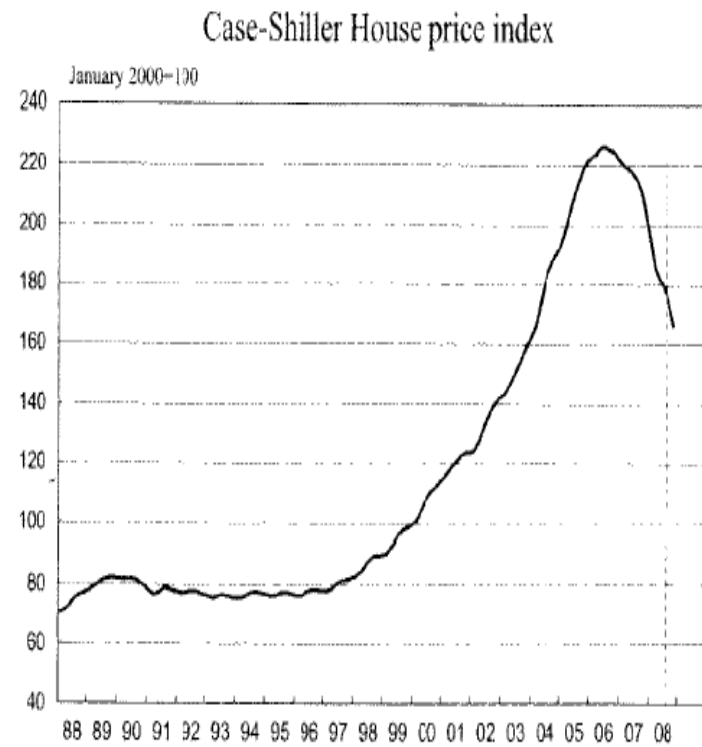


Bulle des mers du Sud

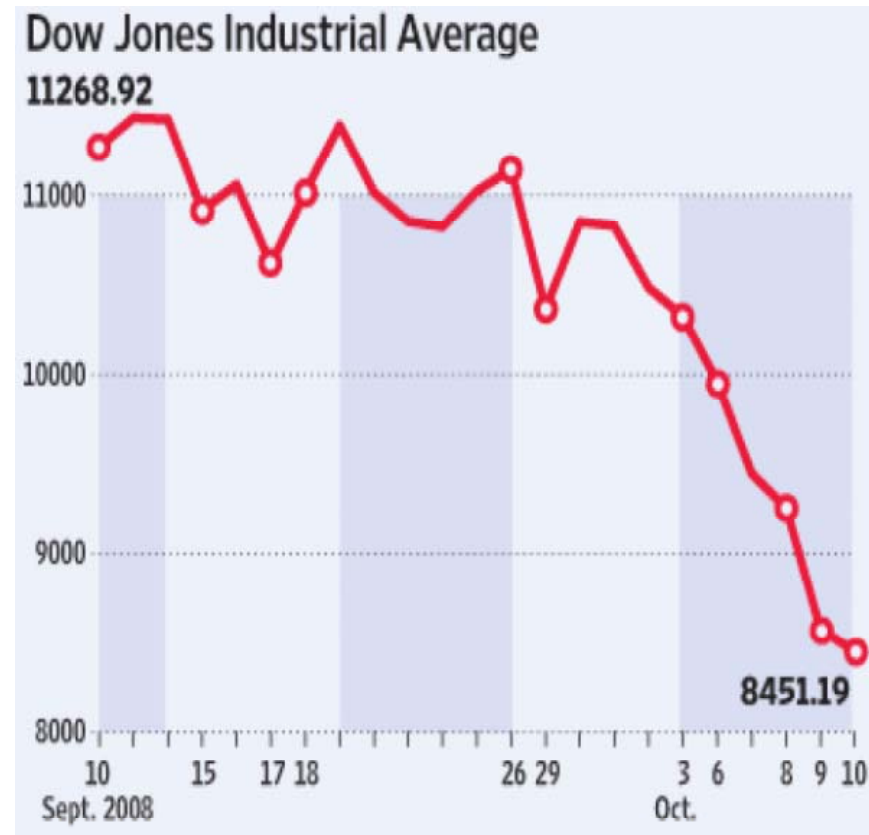
Figure 1: Monthly average share prices during 1720*



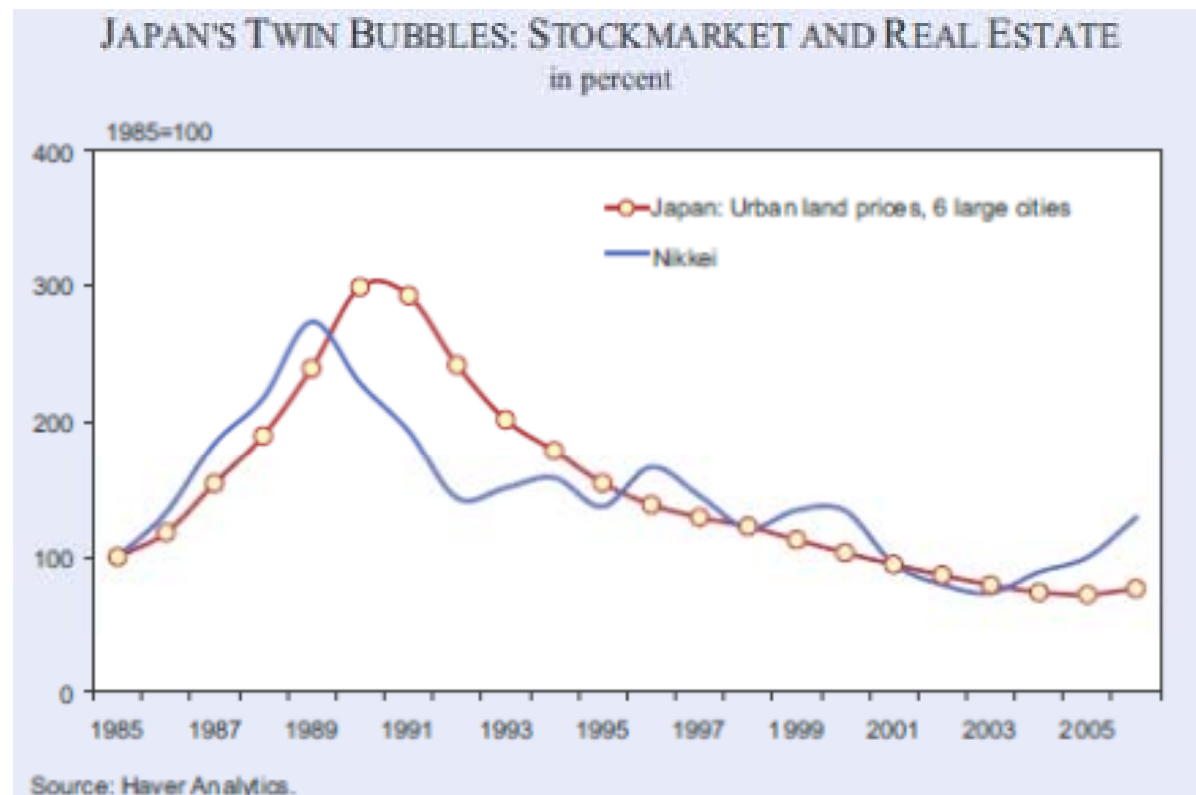
Bulle jointes, immobilier, Bourse....



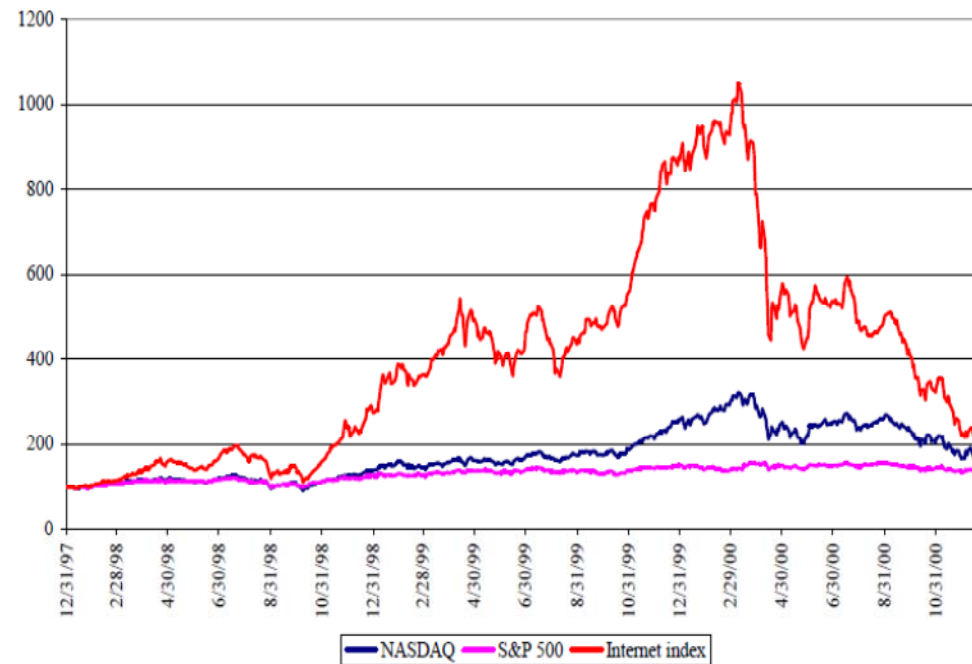
Source: Standard & Poor Case-Shiller, composite index.



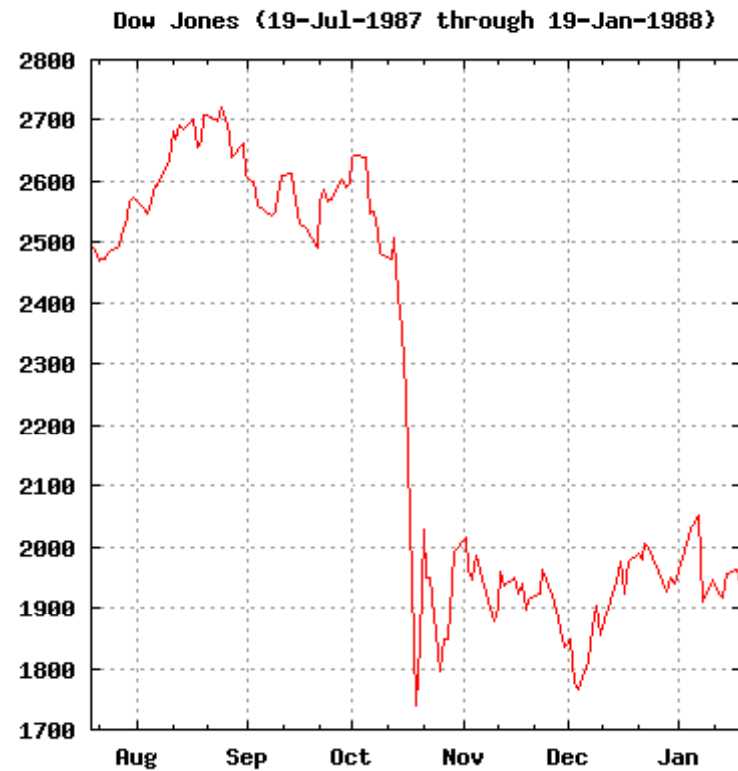
Bulle jointes, immobilier, Bourse



Autres bulles...la bulle internet...



Krach boursier 1987...



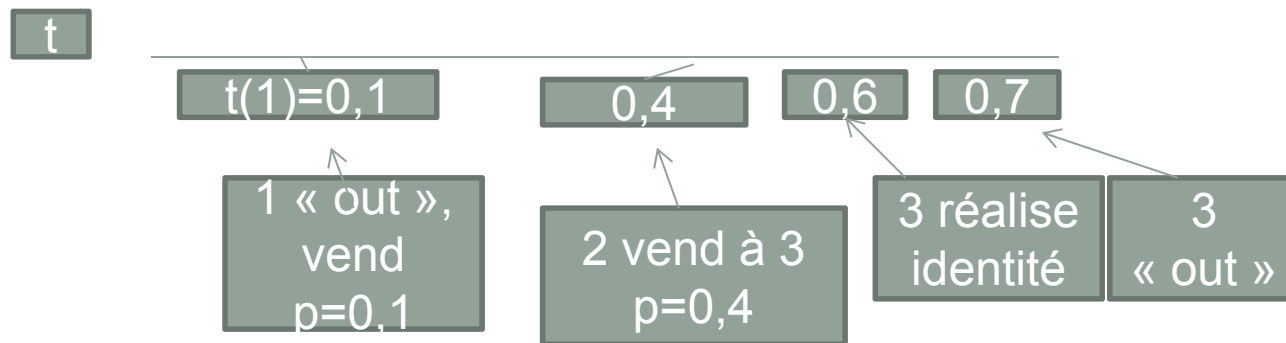
COMMENT MIEUX SE REPERER DANS LA « JUNGLE »

- 1- Théories des bulles.
- 2- Mieux comprendre les marchés, transmission de l'information, spéculation, multiplication des instruments.
- 3- Incitations des acteurs.

La bulle comme « patate chaude » (AG)

➤ Scénario :

- La probabilité a posteriori de trouver 1 après $t=1/3$ est constante.
- le gain espéré après acceptation d'achat est $0,4((1/3)(1-t(1))+0$



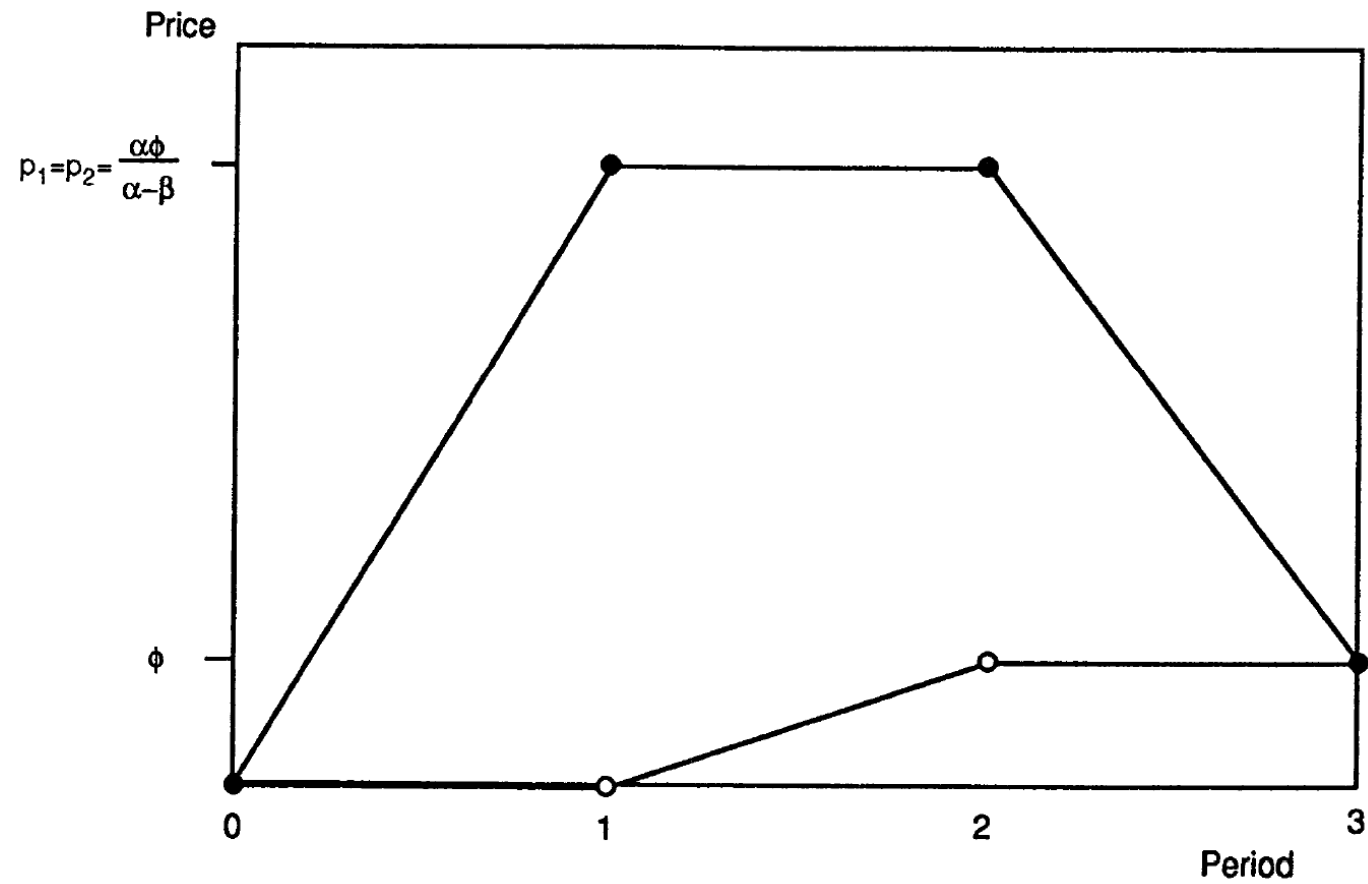
➤ Equilibre :

- à 0,4, 2 sait qu'il n'est pas 3,
- par contre quand 3 achète, il y a une probabilité 0,4 qu'il ne soit pas le dernier et puisse revendre au prix de 0,6..
- Il devrait pour cela apprendre qu'il disparaît à 0,6-e. D'où la fin de l'histoire.

▪ Commentaire.

- Arbitraire..
- Incitatif, mais les prêteurs extérieurs floués.

Equilibre: déstabilisation



Information sur la bulle.

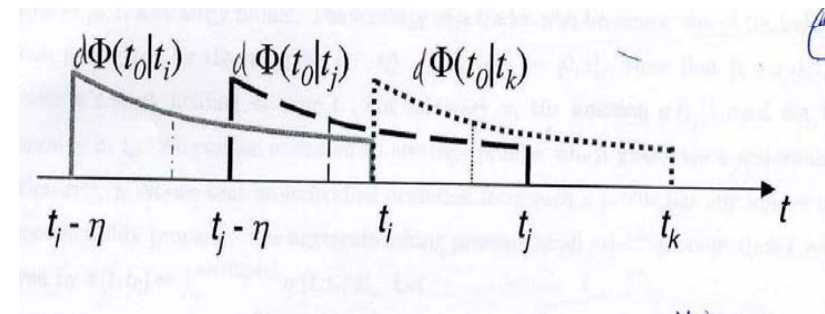
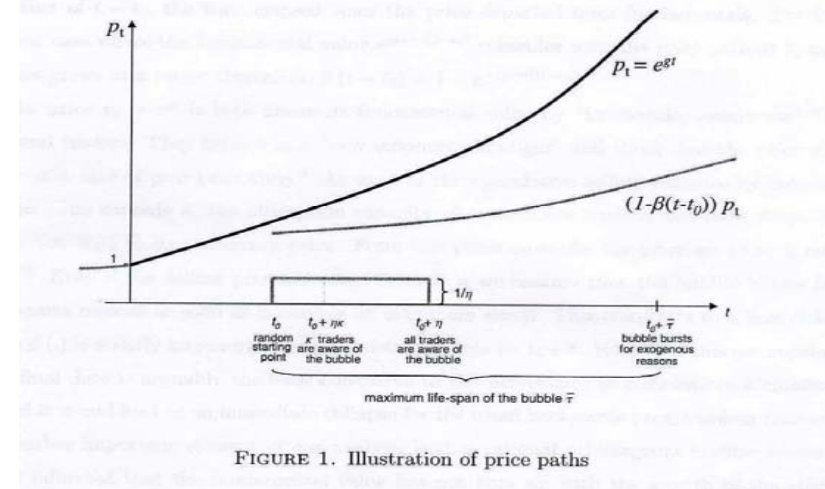
➤ Information Séquentielle des acteurs.

- Densité Uniforme ($1/\eta$)
- Fenêtre de conscience aléatoire
- $t(0), t(0)+\eta$.

➤ Faits et croyances.

- Après $t(0)$, « bulle »
- Après $t(0)+\eta\kappa$, « bulle d'ordre order 1 »
- Après $t(0)+2\eta\kappa$

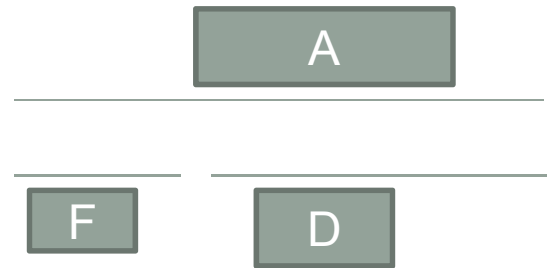
We assume the price process depicted in Figure 1.



Le levier d'endettement....

➤ Qu'est ce que le Levier ?

- Bilan : Actif, A, Passif, D+ F. $A=D+F$
- Banques d'épargne D, dépôts, Banque d'affaires D, dette.
- Actif $A=M+I$, ou $A=T$, banques d'affaires...
- **Levier $L= A/F$**



➤ Les modifications du levier.

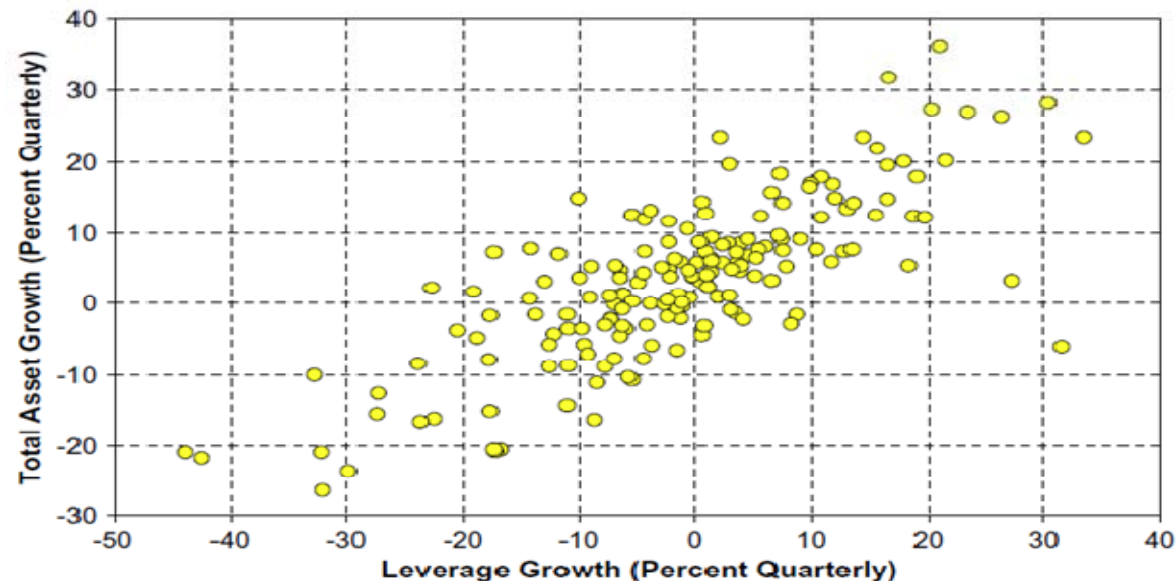
- $A(1+g)$ ___ D constant, $F=A(1+g)-D$, L décroît,
- Si $D=(1+g)D$, alors L est constant.
- Si D croît plus vite que g alors L croît,
- L décroît au taux g si $A-D=A(1+g)-D'$, $D'=D+Ag$.

Les banques d'investissement

➤ Banques d'investissement américaines.

- Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bear Stearns.
- .

➤ Les observations : security brokers and dealers, levier pro-cyclique.. **En ligne avec VaR ?**



Questions.

➤ La nature des incitations.

- 1950-60, les gestionnaires des banques : **salaire fixe** (pas de raison de faire autrement, incitation liée à la fragilité de la structure capital de la banque (run..)).
- Plus de concurrence implique plus de relations entre rémunérations et résultats..;

➤ La pertinence microéconomique des rémunérations

- Qu'est ce qui est bon pour la structure. .
- Compensation **convexe** en résultat implique prise de risque (trop) élevée..
- Rémunération corrélée au volume traité, dépend des performances passées..., même si peu prédictives des performances futures..
- Rémunération par **comparaison**, naturelle, à l'intérieur d'une classe de risques
- Mais effet « moutonnier » il faut mieux se tromper avec tous les autres,
- Particulièrement vrai pour les risques de queue
 - rendement positif contre probabilité faible d'un désastre. le risque de « peso », 1994 USA,
 - Cas des credit default swap.. en cas de repli général.

Conséquences.

➤ La pertinence **systemique** des incitations.

- Qu'est ce qui est bon pour la société ?
- Le marché, plus les réglementations, fournit il aux gérants des institutions les bonnes incitations et les bonnes sanctions ?
- Gains privés d'attraction de nouveaux investisseurs supérieurs aux gains sociaux.
- Les pertes sur actifs financiers ont des effets réels ?
- Procédures de banqueroute ont des coûts et effets réels. Liquidation d'actifs réels de long terme.
- Responsabilité (très) limitée
- Bonnes stratégies de lancement, très risquées pour des petits fonds..
- gambling for resurrection..
- Les risques de queue, risques cachés, intervention publique, too big to fail..

➤ Ce que l'on a observé..

➤

➤ Suite ?

LES MODÈLES DE CYCLES RÉELS

- Le programme
- Le paradigme

Le cœur de modèles de cycles réels.

Modèle(s) de cycles réels, RBC

- Le cadre canonique de référence.
 - Un consommateur représentatif (grand nombre d'agents mais identiques..)
 - **Durée de vie infinie**, horizon infini
 - Une entreprise représentative.
 - Utilise **travail et capital** pour produire.
 - Accumulation du capital.
- Les variables d'ajustement.
 - Le salaire et le taux d'intérêt de la période.
 - Les salaires et les taux d'intérêt,...anticipés..
- La logique.
 - **Revenu permanent.**
 - Décision d'épargne report de consommation

Modèles keynésiens

- Le cadre canonique de référence.
 - Idem, Un consommateur représentatif (grand nombre d'agents mais identiques..)
 - **1 période**, lien inter-période, fct utilité
 - Une entreprise représentative
 - Utilise le **travail** pour produire.
- Les variables d'ajustement,
 - Prix et ou salaires, fixés, non équilibre.
 - Production et emploi de la période.
- La logique.
 - Prééminence **du revenu de la période..**
 - Décision d'épargne, pas de signal de consommation future

Un changement de paradigme... ? Kuhn.

➤ Keynes out !

- Les prix flexibles et le marché fonctionne bien..
- Revenu permanent tue le multiplicateur keynésien !
- **Walras** in ?
 - Modèle agrégé et non désagrégé.
 - Les questions essentielles pour Walras, logique des ajustements de prix, escamotées...
 - Cependant la question de la fixation des prix reprise dans le modèle néo-keynésien.

➤ Questions.

- Quid de la **politique monétaire** ? Règle de Taylor étendue..avec monnaie numéraire..
- **Marchés financiers parfaits**,
 - Pour les ménages, pas de contrainte d'endettement.
 - Pour les entreprises, ne ressemble que fort peu à la jungle du marché boursier;
- **Anticipations rationnelles**.
 - Très douteux,

Les cycles réels : Un changement de programme de travail (Lakatos) ?

- L'étude des **chocs de productivité** dans un modèle de cycles réels
 - *La productivité du capital augmente.*
 - Plus de production, plus d'épargne,
 - plus de consommation,
 - plus de capital la période suivante, etc...
 - Relancé en plus faible la période suivante.
 - Suit assez le processus exogène.
 - Sauf réaction de l'offre de travail, élasticité inter-temporelle. Ce que l'on constate.
- La vérification empirique.
 - La description du monde
 - Les **séries temporelles**
 - Production, consommation, heures travaillées, productivité, investissement.
 - Les propriétés statistiques pertinentes.
 - La vérification (**réfutation**) des théories macroéconomiques.
 - Identifier des fonctions de réponse théoriques et les comparer aux faits.
 - Identifier les variances, les co-mouvements instantanés ou décalés.

LES MODÈLES NOUVEAUX KEYNÉSIENS

La logique intellectuelle.

Les acquis

Les failles.

Le modèle « nouveau » keynésien

➤ Consommateurs.

- Choisissent consommation, offre de travail, (monnaie) et obligations.

➤ Entreprises

- Concurrence monopolistique.. produits différenciés.
 - Mark up par rapport à des coûts marginaux, (aléatoires)
 - Accumulation du capital ou non..
- Les entreprises annoncent leurs prix, mais irrégulièrement
 - Sont tirées au sort pour ce faire...
 - Décisions sont dépendantes de l'inflation (temps de fixation aléatoire).

➤ Keynésien ?

- Une théorie de fixation des prix qui fait écho aux préoccupations de Walras
- Une certaine **rigidité des prix**, qui a des effets de type keynésiens sur le niveau d'activité !
- Des anticipations rationnelles et des marchés financiers parfaits ou peu imparfaits....

La forme réduite..

- Le bloc **inflation-inflation anticipée**
 - Niveau d'inflation anticipée donné ----niveau d'inflation réalisé
 - En fait non linéaire et deux point fixes !!
- La **dynamique une étape vers l'avant.**
 - Consommation taux d'intérêt, équation d'Euler.
 - Cbe IS nouveau keynésien : $x(t) = E(x(t+1)) - h((i(t) - E(i(t+1)))) +$
 - Cbe de Philips $I(t) = bE(I(t+1)) + j MC.$
- Propriétés.
 - Règle de Taylor.
 - Marchés financiers « parfaits »
 - Anticipations rationnelles, revenu permanent..
 - Lien marché financier marché monétaire caricatural

LES POINTS AVEUGLES DE LA MACROÉCONOMIE MODERNE

La coordination des anticipations

Les connections marché financier politique monétaire..

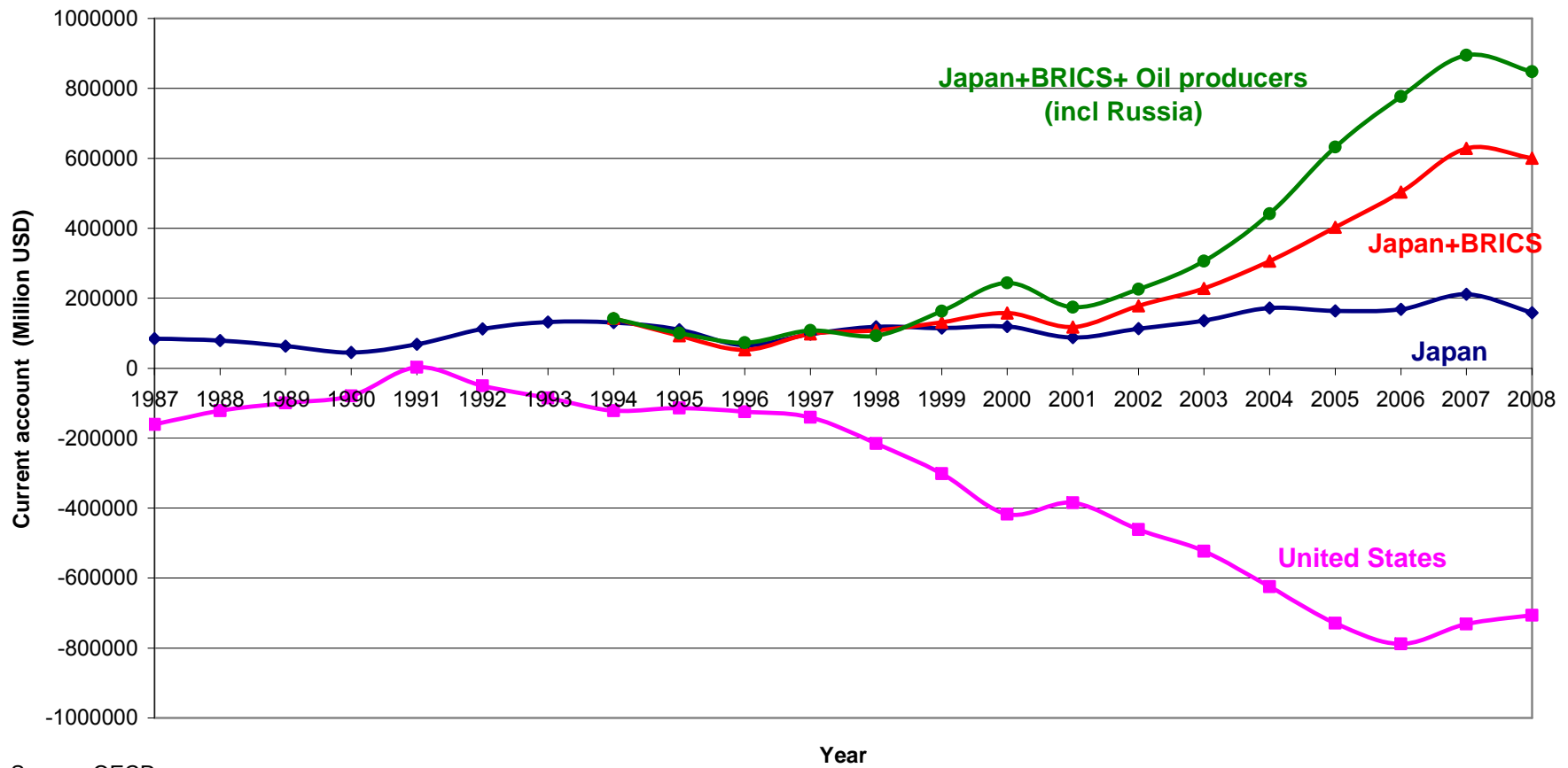
Et le moteur ?

- La mondialisation du 19^{ième} siècle : **La fixité des facteurs.**
 - Les produits mobiles,
 - les facteurs, terre, travail, capital, immobiles.
 - Effets Heckscher-Ohlin.
- La mond. fin du 20^{ième} 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^{ième} siècle, des marchés financiers intégrés et l'étalon-or.
 - Fin du 20^{ième} 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) » ?

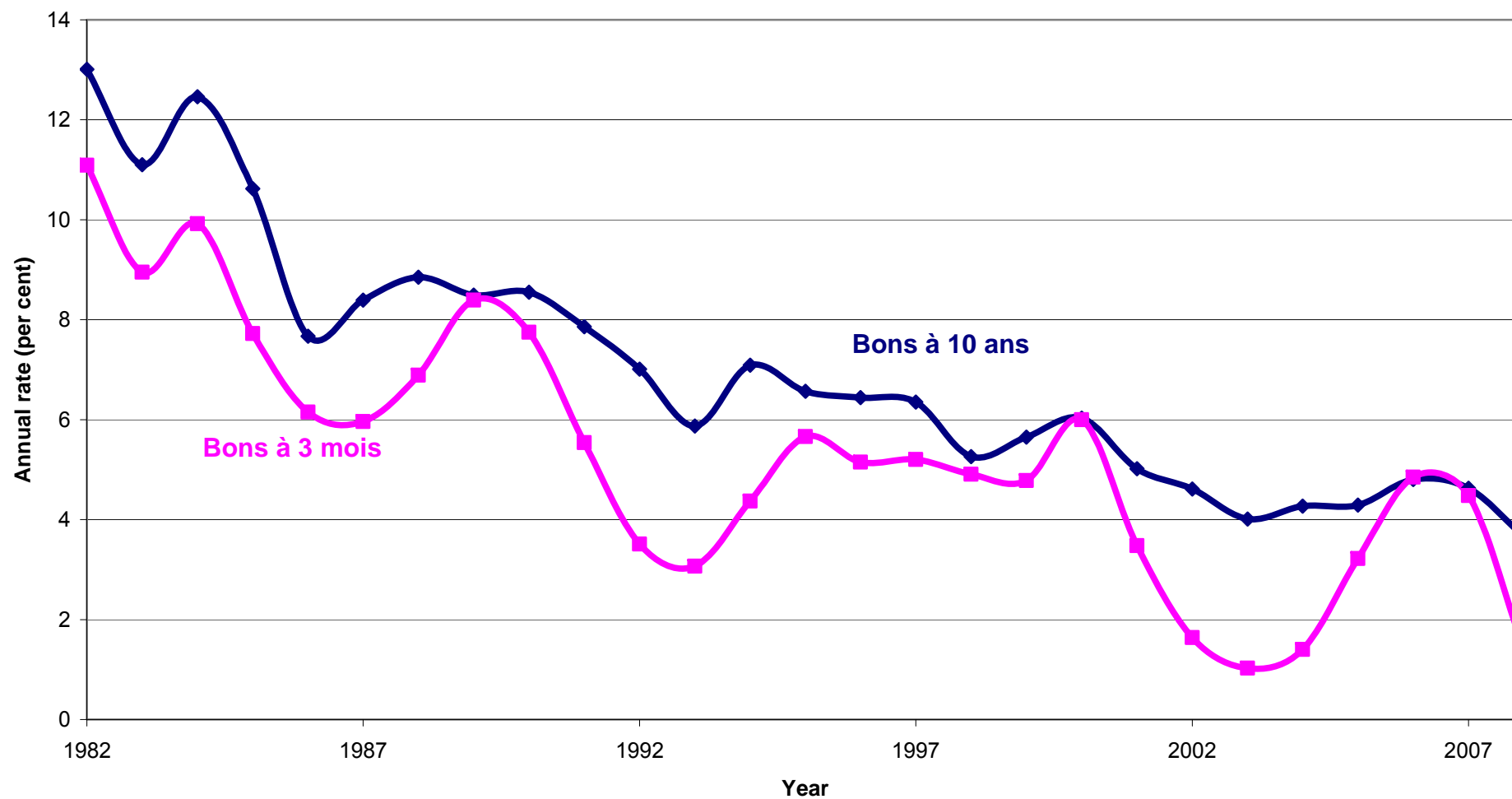
- Mutations de la **structure de l'économie**.
 - La **structure de l'économie mondiale** est en mutation rapide.
 - **Interactions** commerciales et financière fortes entre économies
 - Qui ne perdront pas leur intensité dans le futur
- « Moteur et carburateur » : **Crise du temps de la globalisation 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



FIN..

Et suite..

Colloque fin Juin

- Cours Théorie Economique et Organisation Sociale.
- La conférence de l'INEXC ([International Network on Expectational Coordination](#)) aura lieu au Collège les 27-28-29 Juin 2012.
- Les matinées s'inscrivent dans la suite du cours 2011-2012 de Roger Guesnerie et sont ouvertes aux auditeurs du Collège.
- Le Programme est le suivant.
- **27 Juin : Salle 5, 11, Place Marcelin Berthelot.**
 - 10h - 13h
 - Florian Wagener, (Amsterdam), "Experiments and Expectations".
 - Mordecai Kurz, (Stanford), "Rational Beliefs".
- **28 Juin : salle de conférence, 3, rue d'Ulm, Collège de France.**
 - 9h30- 12h30
 - George Evans, (Oregon), "Adaptive learning"
 - Roger Guesnerie, (Paris), "Eductive learning"
- **29th Juin : Salle 5, 11 Place Marcelin Berthelot, Collège de France.**
 - 9h30-12h30
 - Gabriel Desgranges (Cergy-Pontoise), "Global games and Coordination".
 - Mike Woodford, (Columbia) "Rational Inattention and Coordina