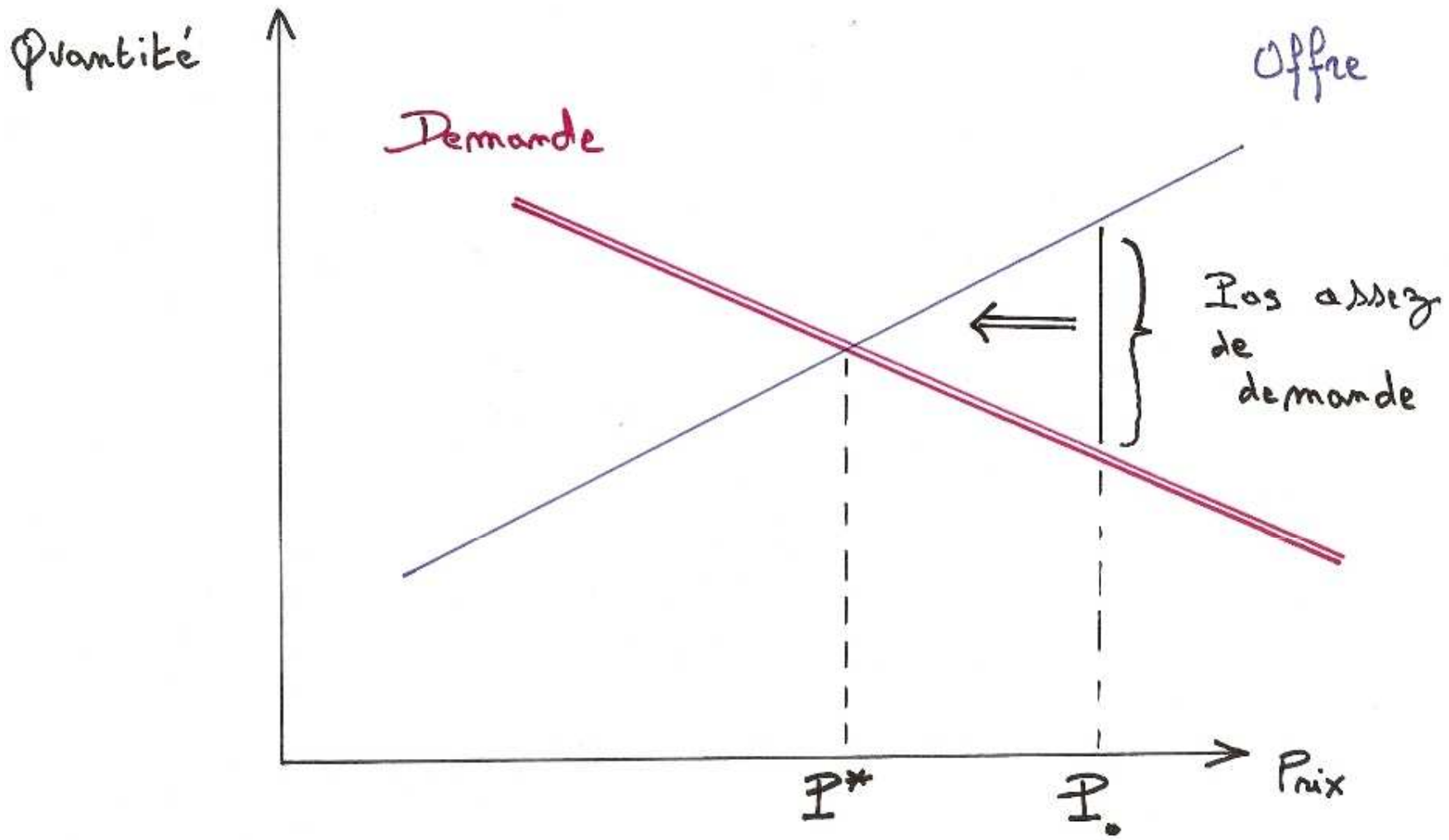


Euphorie, bulles et krachs : les raisons de l'instabilité

André Orléan
Directeur de recherches au CNRS

Université Ouverte
Lyon – 2 avril 2012



Equilibre Stable

A.O.

Quantité



Demande

Demande
excédentaire



offre

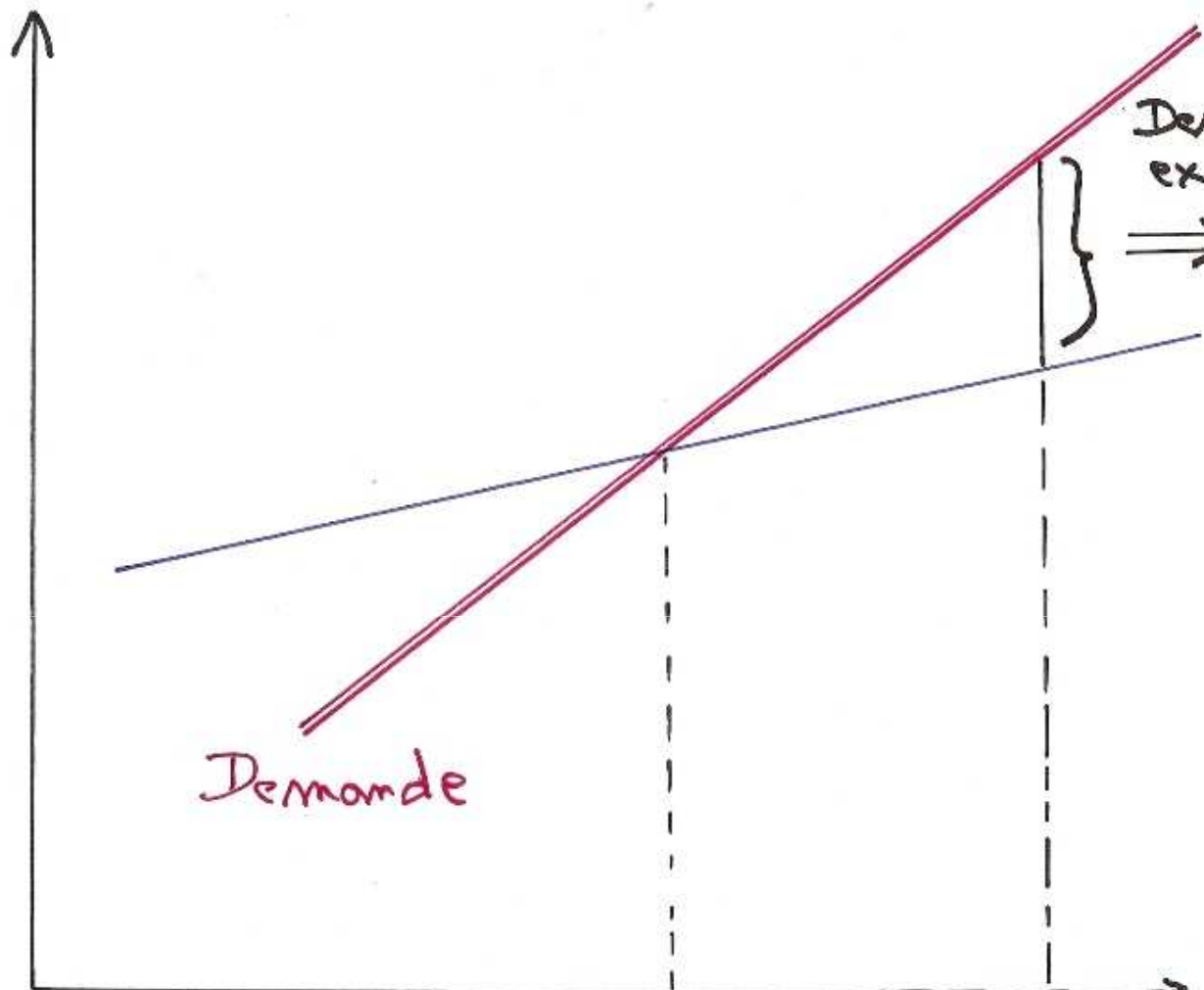
P^*

P_0

P_{ux}

Equilibre Instable

A.D.



L'hypothèse d'efficience des marchés financiers

« Sur un marché efficient, le prix d'un titre constituera, à tout moment, un bon estimateur de sa valeur intrinsèque »

« Sur un marché efficient, la concurrence fera en sorte qu'en moyenne, toutes les conséquences des nouvelles informations quant à la valeur intrinsèque seront instantanément reflétées dans les prix ».

Fama Eugene, « Random Walks in Stock Market Prices », *Financial Analysts Journal*, vol. 21, n°5, septembre/octobre 1965, 55-59.

Michael Jensen :

« Aucune autre proposition en Économie n'a de plus solides fondements empiriques que l'hypothèse d'efficacité des marchés »

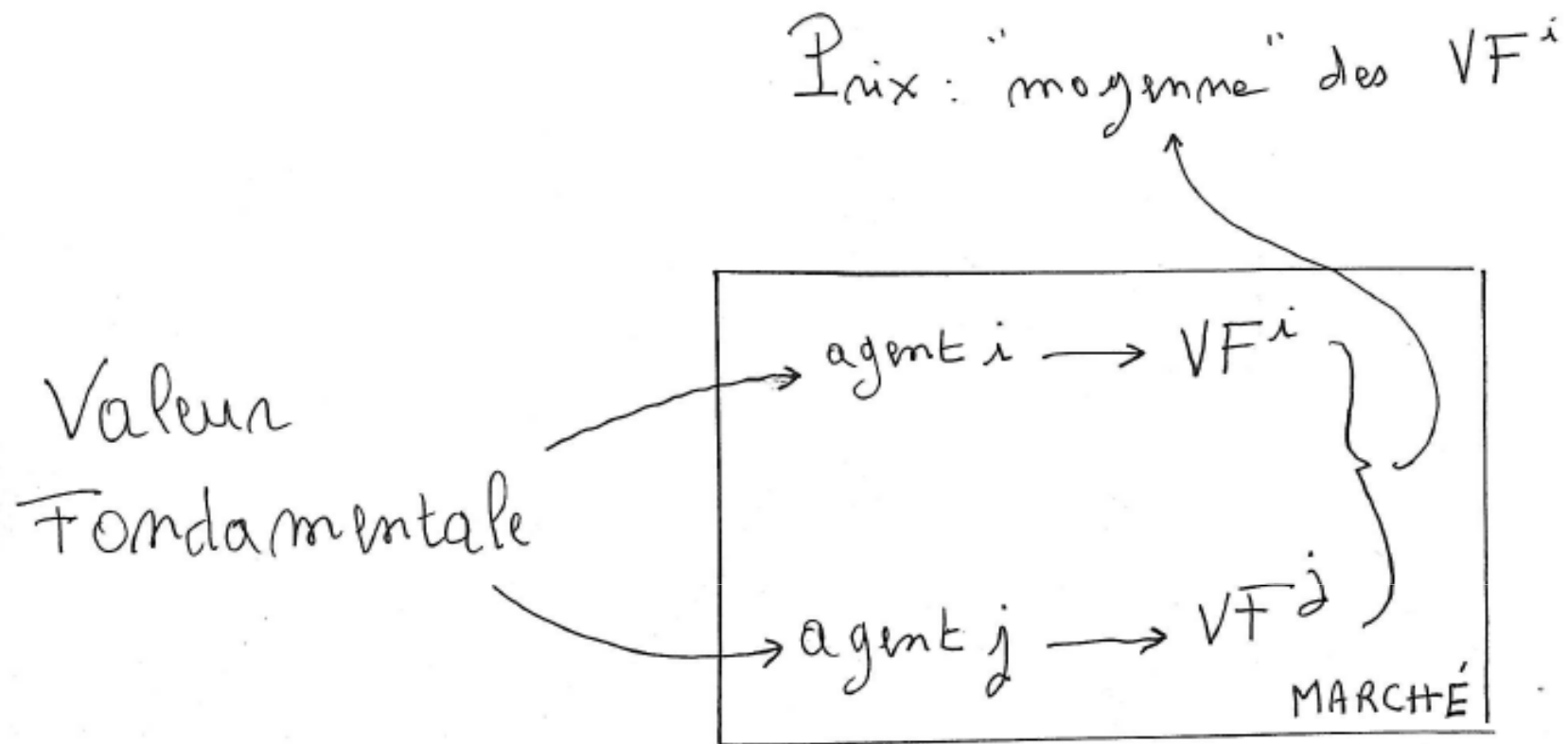
Jensen Michael, « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, juin/septembre 1978, vol. 6, page 95.

Valeur fondamentale ou intrinsèque d'une action :

$$[VF] \quad VF_t = \frac{D_{t+1}}{(1+r)} + \frac{D_{t+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_{t+n}}{(1+r)^n} + \dots$$

VF_t est la valeur fondamentale qui se calcule à partir des dividendes futurs, aux dates $t+n$, qui sont notés : D_{t+n}

r désigne le taux d'actualisation.



Conception Classique

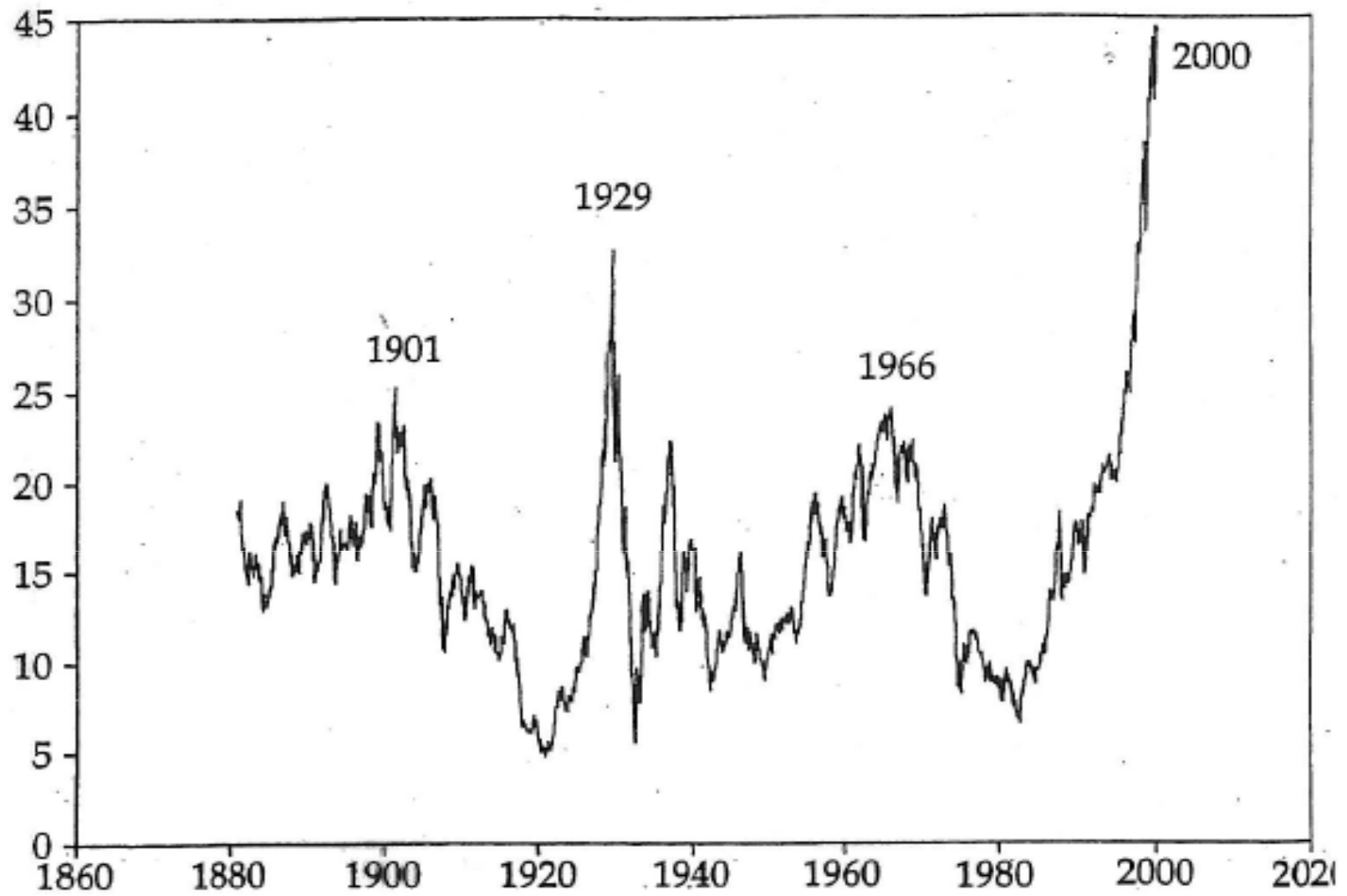


Figure 1.2
Price-Earnings Ratio, 1881-2000

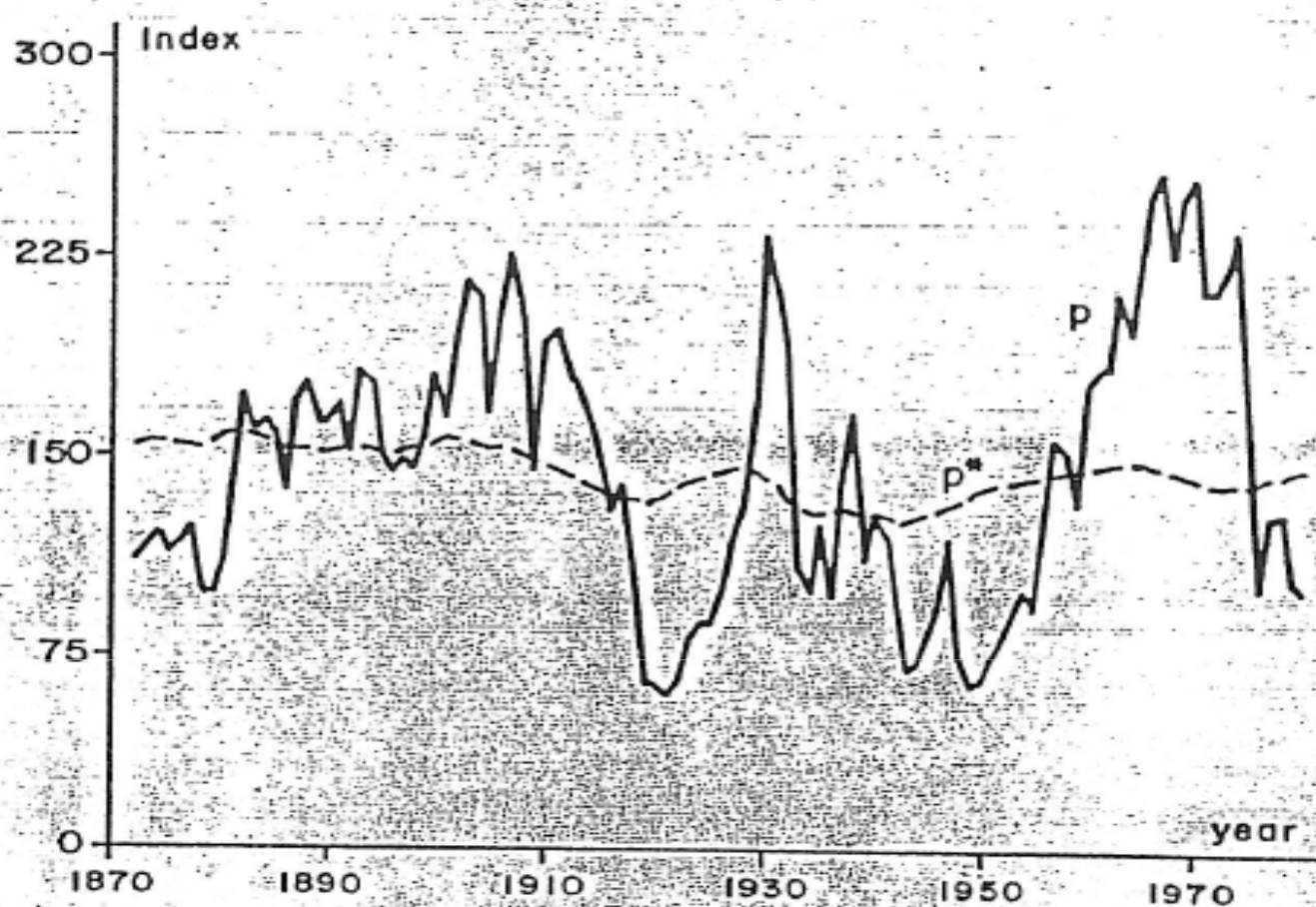


Figure 5.1

Real Standard and Poor's Composite Stock Price Index (solid line p) and ex-post real price (dotted line p^*), 1871–1979, both detrended by dividing by a long-run expected growth factor. The variable p^* is the present value of actual subsequent real detrended dividends, subject to an assumption about the present value in 1979 of dividends thereafter. Data are from data set 1 in the appendix.

Average annualised returns over 15 years – effect of missing the best days

MARKET	INDEX	STAYS FULLY INVESTED	MISSED 10 BEST DAYS	MISSED 20 BEST DAYS	MISSED 30 BEST DAYS	MISSED 40 BEST DAYS
Europe	MSCI Europe	9.27%	5.68%	3.11%	0.90%	-1.13%
UK	FTSE All Share	8.19%	5.22%	2.96%	0.99%	-0.81%
USA	S&P 500	9.21%	5.81%	3.17%	0.85%	-1.15%
Germany	DAX 30	9.26%	4.55%	0.96%	-1.88%	-4.34%
France	CAC 40	8.50%	4.19%	1.10%	-1.53%	-3.82%
Hong Kong	Hang Seng	11.53%	4.85%	0.80%	-2.53%	-5.36%

All figures show annualised, total returns, taken from 15 year periods, starting each consecutive month, from 30/06/93 to 30/06/08, in local currency terms. Source: Datastream as at 30/06/08. Basis: Total return index.

L'hypothèse d'autoréférentialité des marchés financiers

Introduire deux éléments
fondamentaux :

l'incertitude et la liquidité

« Le fait marquant en la matière est l'extrême précarité des bases sur lesquelles nous sommes obligés de former nos évaluations des rendements escomptés. Notre connaissance des facteurs qui gouverneront le rendement d'un investissement quelques années plus tard est en général très frêle et souvent négligeable. A parler franc, on doit avouer que, pour estimer dix ans ou même cinq ans à l'avance le rendement d'un chemin de fer, d'une mine de cuivre, ... d'un transatlantique, les données dont on dispose se réduisent à bien peu de choses, parfois à rien. »

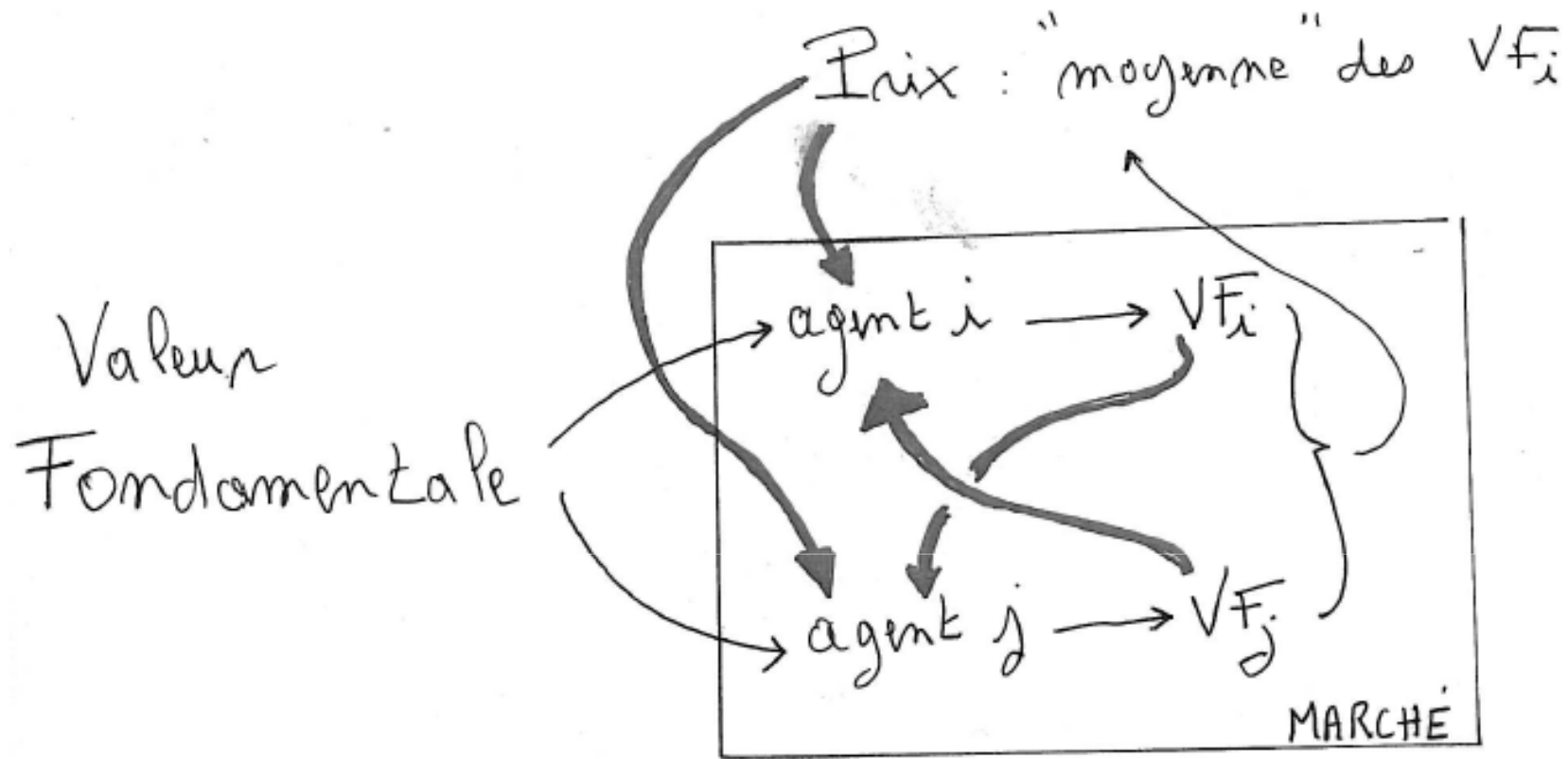
« En cette matière, il n'existe aucune base scientifique permettant de calculer une quelconque probabilité. Simplement, nous ne savons pas »

« About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know »

Keynes, *QJE*, 1937, page 214

La liquidité :

L'investisseur agissant sur un marché financier liquide a la possibilité de négocier à tout instant son titre.



Conception autorenfermée

« Peu importe la qualité du raisonnement s'il doit être démenti par la Bourse, c'est-à-dire par l'opinion collective qui y prédomine. Pas plus qu'un homme politique, le gestionnaire ou l'analyste ne peut avoir raison contre l'opinion majoritaire de ses électeurs : c'est le marché qui vote. C'est pourquoi il importe, par-delà l'étude des entreprises, de prendre conscience des courants d'opinion qui peuvent agiter la Bourse et l'amener, à divers moments de son existence, à porter sur les mêmes affaires et parfois sur la même conjoncture des appréciations radicalement différentes »

(Balley, 1987, 137).

Keynes :

« Par le terme *spéculation* [je désigne] l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché, et par le terme *entreprise* celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur existence entière ».

Théorie Générale, page 170.

La dualité des titres :

Entrepreneur	Spéculateur
Immobilisation	Liquidité
Capital productif	Capital financier
Long terme	Marché
Valeur Fondamentale	Opinion du marché

« La technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il en peut juger, sont réellement les plus jolis ni même ceux que l'opinion moyenne considèrera comme tels. Au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou cinquième degré ou plus loin encore »

(Keynes, 168).

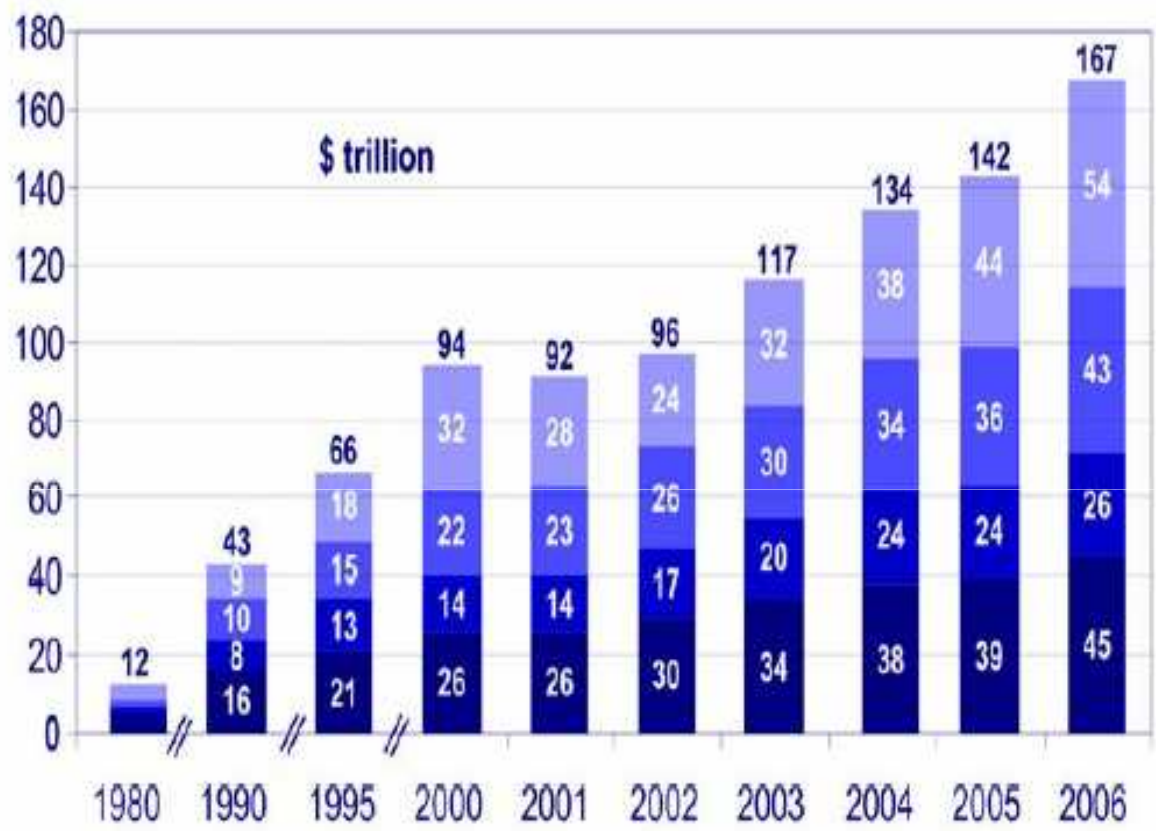
Groupe P (n = 88)		Groupe C (n = 90)	
Réponses	Proportion	Réponses	Proportion
<i>Question 1 (années) :</i>			
1971	8,0	1990	61,1
1990	6,8	2000	11,1
2000	6,8	1969	5,6
1968	5,7		
$r = 43$	$c = 0,026$	$r = 15$	$c = 0,383$

Judith Mehta, Chris Starmer and Robert Sugden, « The Nature of Salience : An Experimental Investigation of Pure Coordination Games », *American Economic Review*, vol. 84, n°3, June 1994, 658-673.

Les faits :

la financiarisation à partir du début des années 80 va de pair avec une instabilité croissante qui n'est pas perçue, ni par les acteurs, ni par les régulateurs.

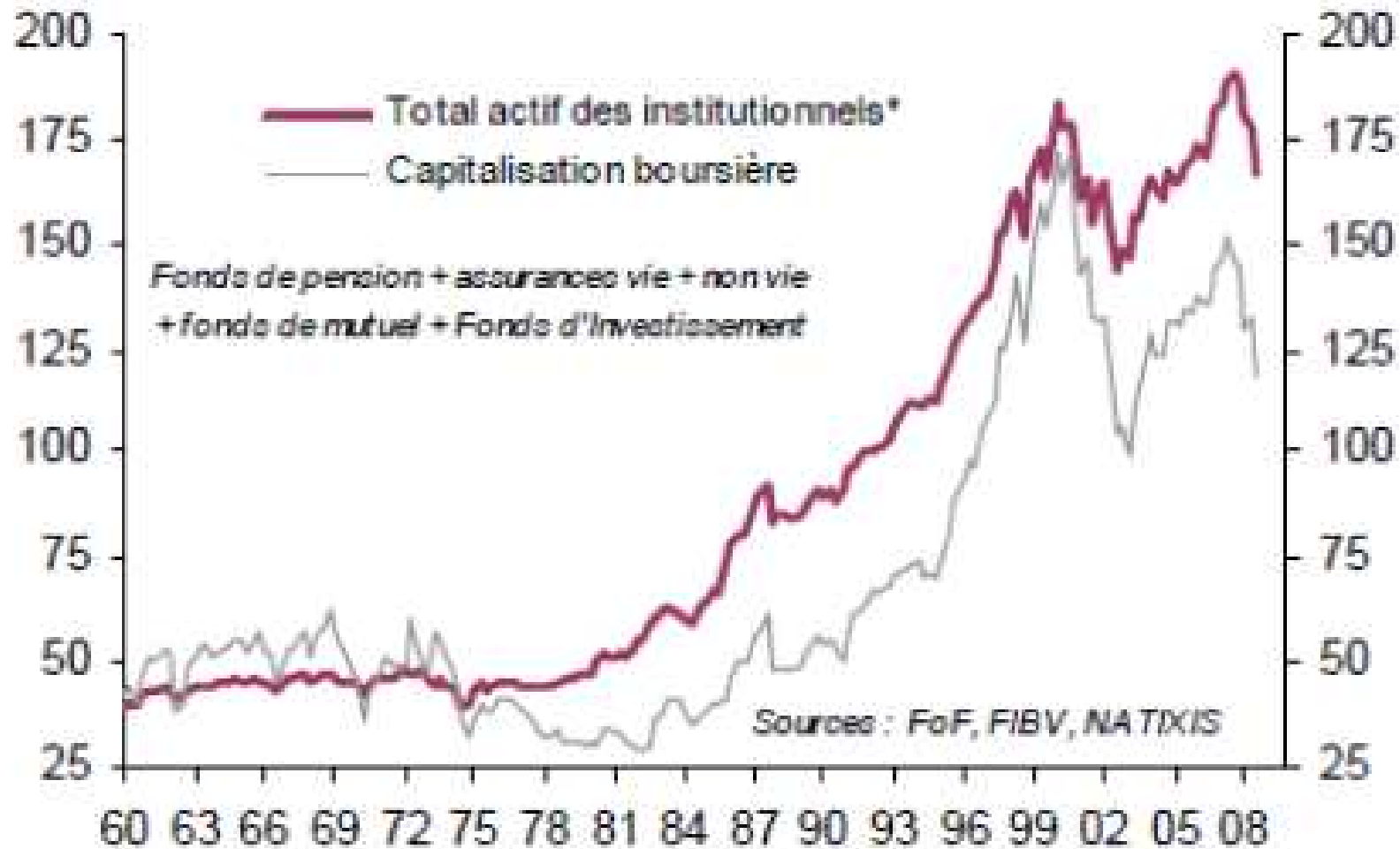
- Bank deposits
- Government debt securities
- Private debt securities
- Equity securities



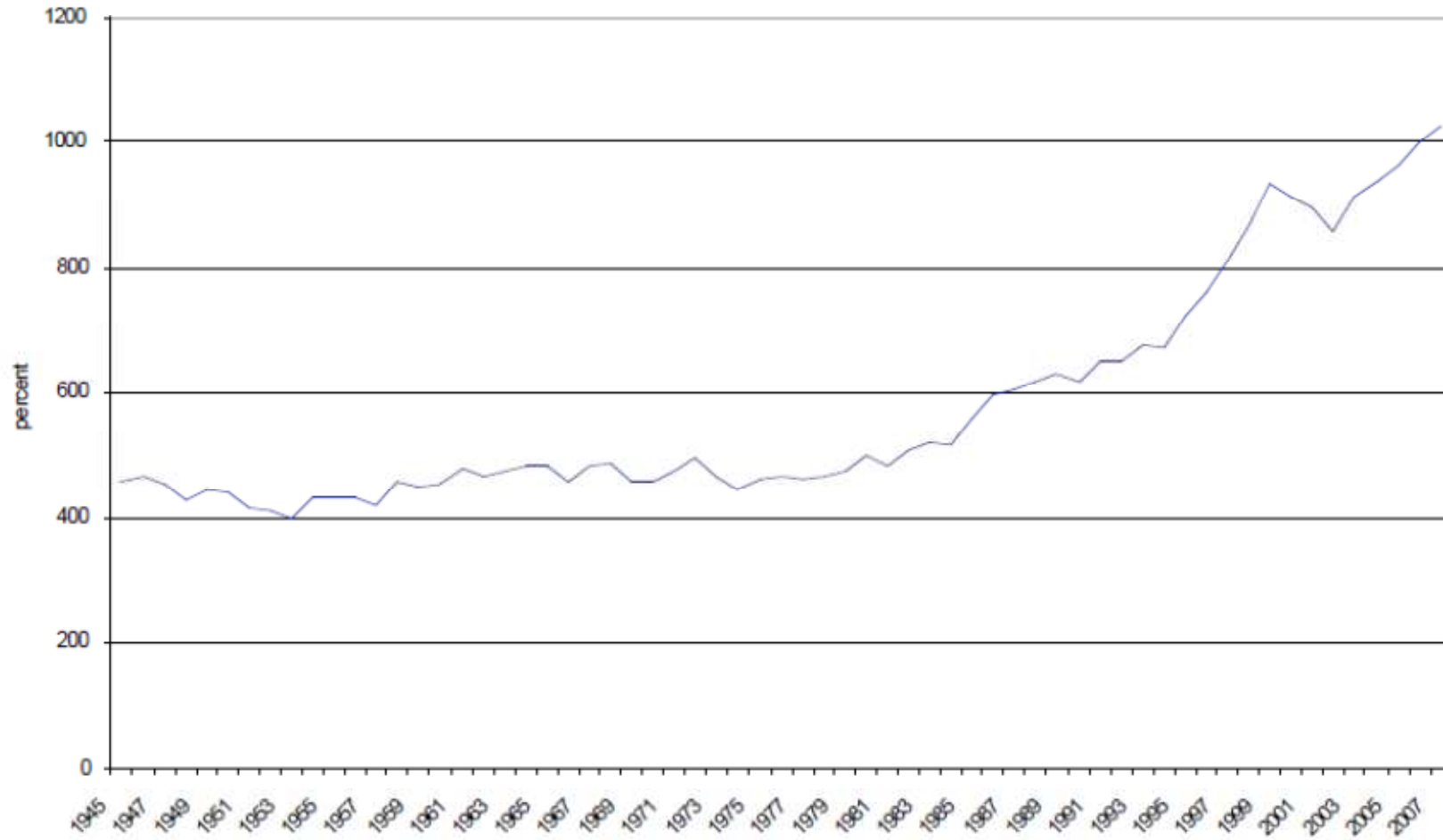
Nominal GDP	10.1	21.5	29.4	31.7	31.6	32.8	36.9	41.6	44.8	48.3	\$ trillion
Financial depth	109	201	223	294	290	292	318	323	317	346	% of GDP

Source: McKinsey Global Institute Global Financial Stock database.

Graphique 4
Etats-Unis : capitalisation boursière et actif
des institutionnels (en % du PIB)



Total Financial Assets as a Percent of GDP



Source : Flow of Funds Table L5, NIPA Table 1.1.5.

Université Ouverte

020412

Crotty et Epstein, « The costs and contradictions of the Lender-of-Last-Resort contemporary capitalism », 2008

Figure 3.4: Total loans to different sectors of the economy as a proportion of GDP³⁹

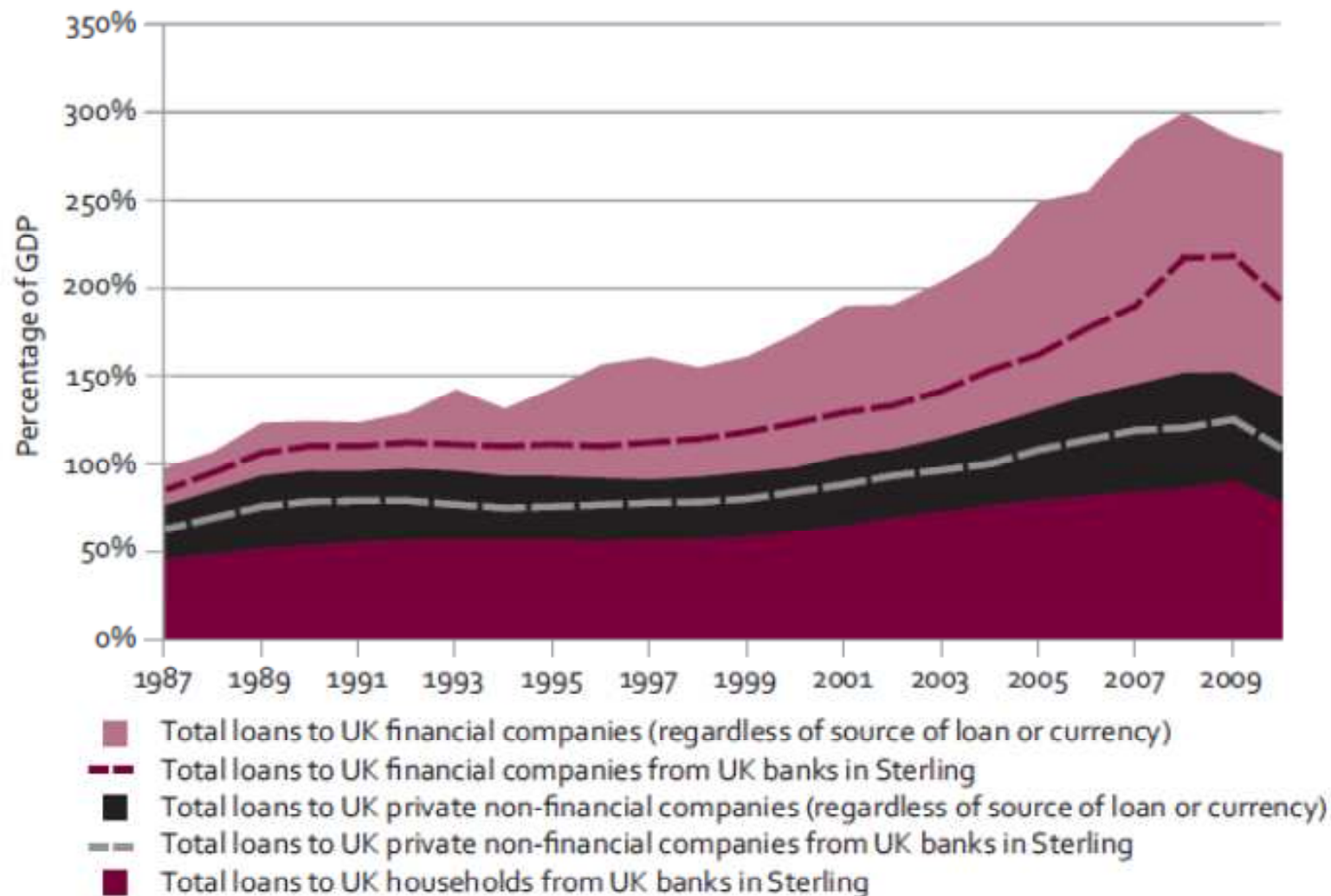
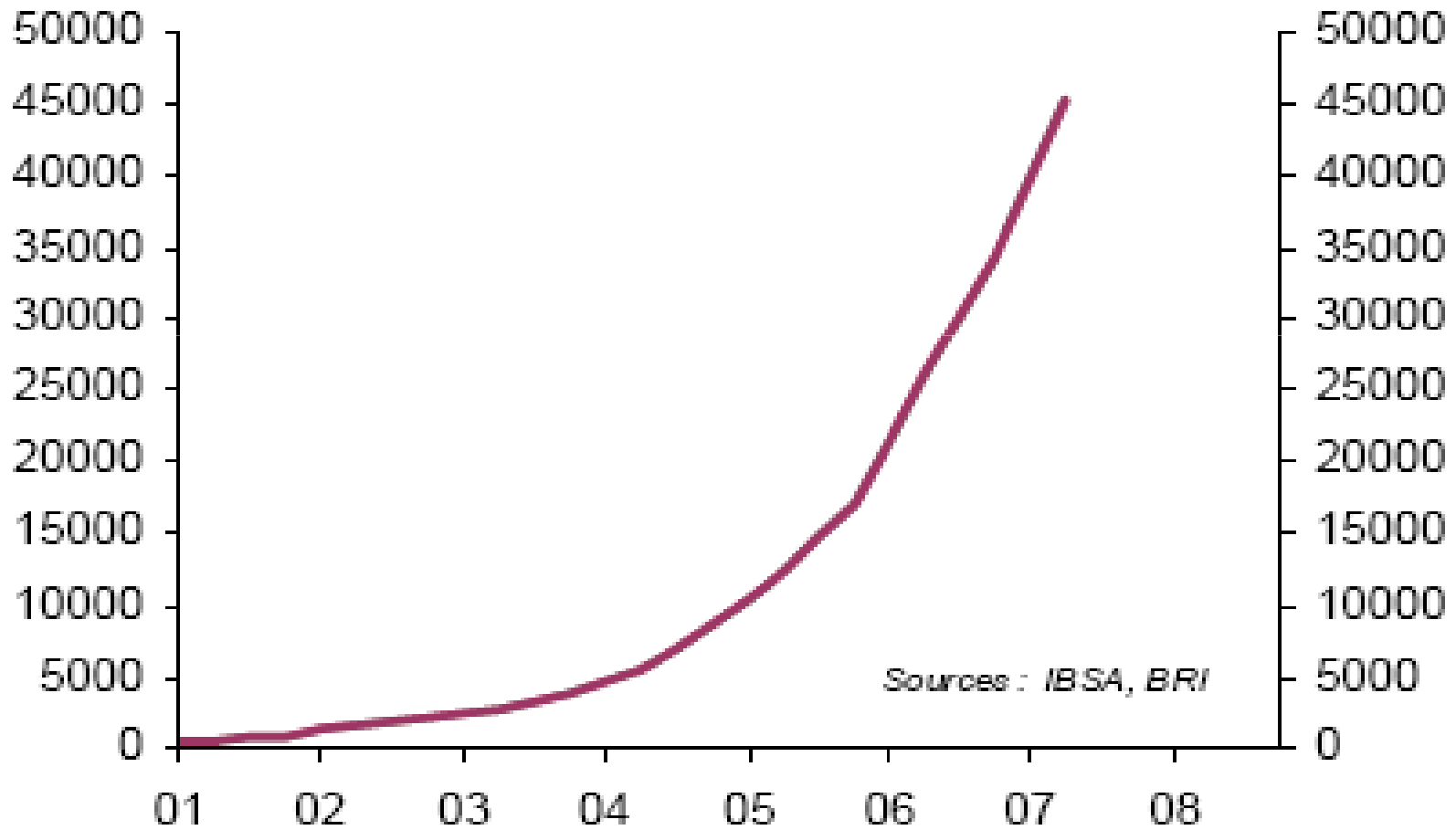


Figure Douze : encours des CDS

Graphique 3
Encours des CDS (en Mds de dollars)



Le FMI dans son rapport de septembre 2006 sur la stabilité financière écrit :

« default risk in the financial and insurance sectors remains relatively low, and credit derivatives markets do not indicate any particular financial stability concerns »
(page 26).

Figure 1.39. Probability of Multiple Defaults in Select Portfolios
(In percent)

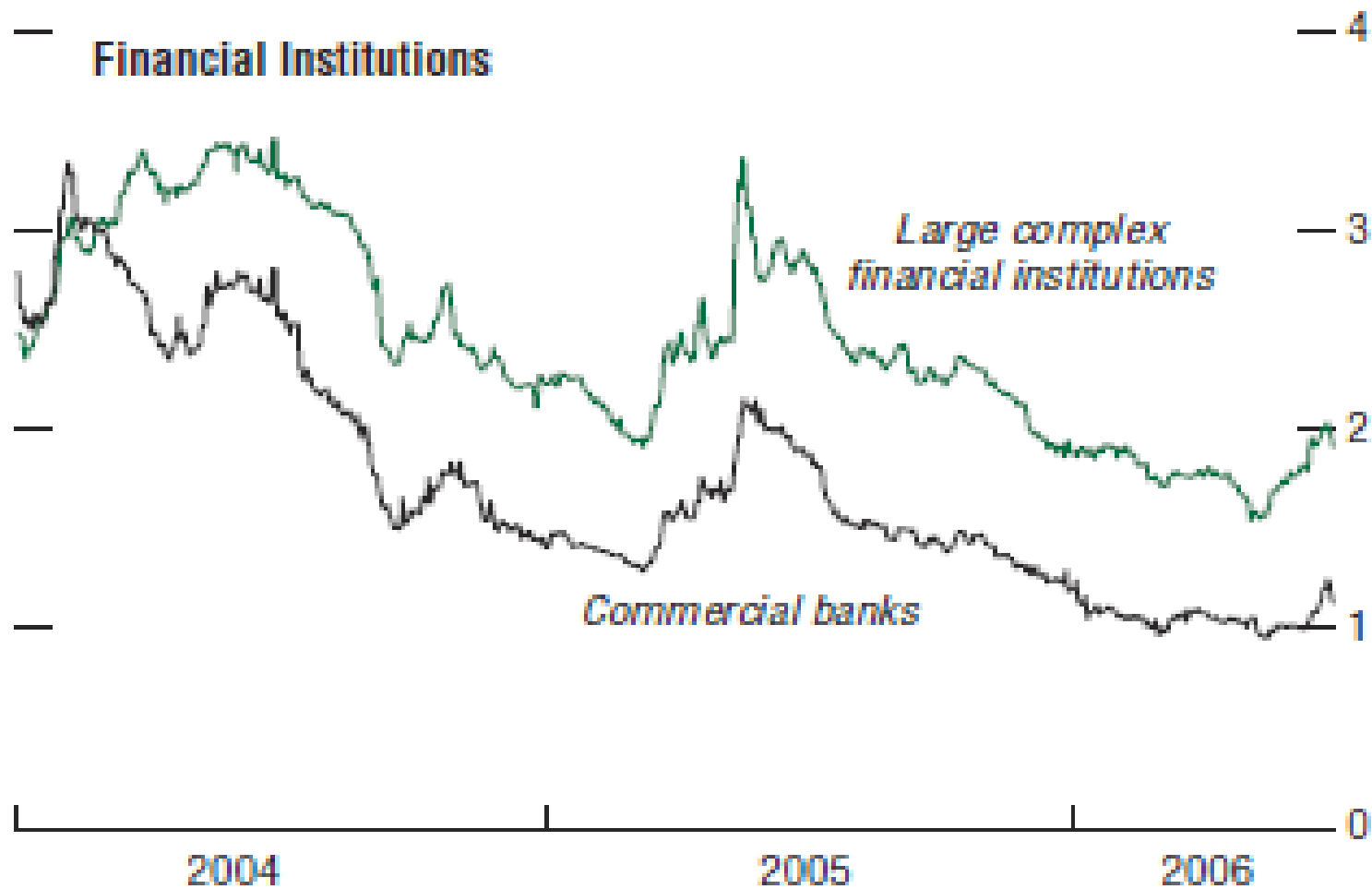
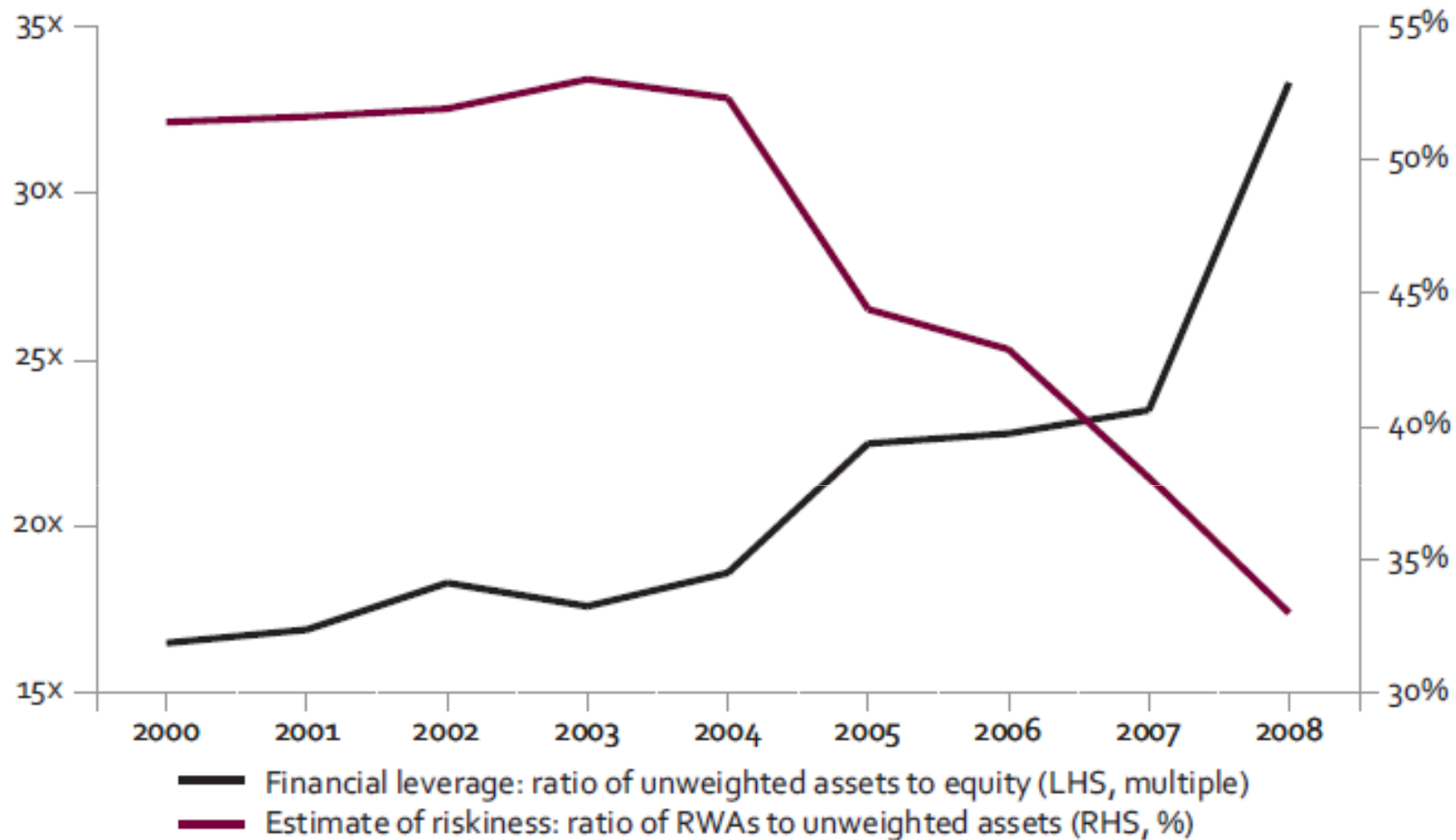
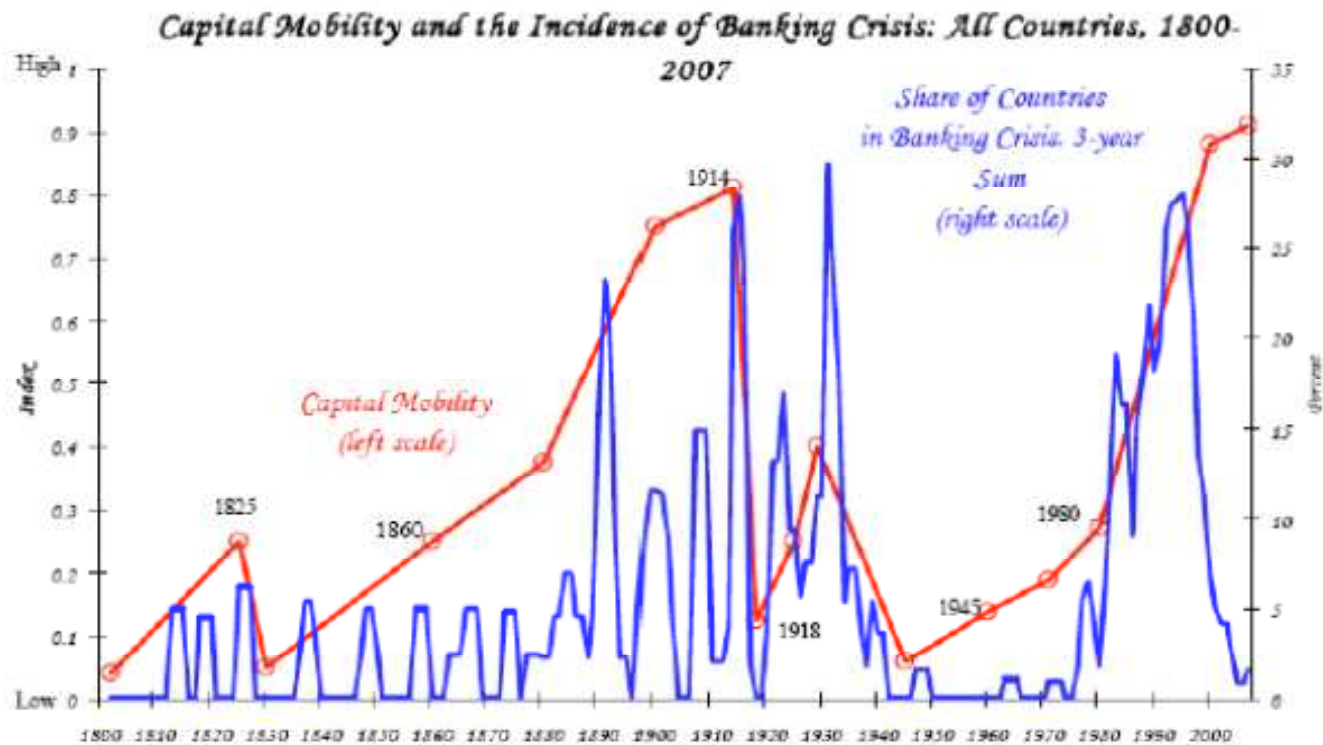


Figure 4.3: Ratio of risk-weighted assets to unweighted assets falls as financial leverage increases (aggregated for the four largest UK-headquartered banks)²⁹



Source: Company accounts of Barclays, HSBC, LBG and RBS; Commission analysis.

Figure 1



Sources: Bordo et al. (2001), Caprio et al. (2005), Kaminsky and Reinhart (1999), Obstfeld and Taylor (2004), and these authors.

Notes: As with external debt crises, sample size includes all countries, out of a total of sixty six listed in Table 1 that were independent states in the given year. On the right scale, we updated our favorite index of capital mobility, admittedly arbitrary, but a concise summary of complicated forces. The smooth red line shows the judgmental index of the extent of capital mobility given by Obstfeld and Taylor (2003), backcast from 1800 to 1859 using their same design principle.

Source: Rogoff and Reinhart (2008)