

Publié à l'initiative de :

Henri BOURGUINAT
Patrick ARTUS

Colloque du GRECO CNRS-EFIQ

THÉORIE ÉCONOMIQUE ET CRISES DES MARCHÉS FINANCIERS



Publié avec le concours du CNRS



ECONOMICA

Collection « Approfondissement de la Connaissance »

Publié à l'initiative de :

Henri BOURGUINAT
Patrick ARTUS

Colloque du GRECO CNRS-EFIO

THÉORIE ÉCONOMIQUE ET CRISES DES MARCHÉS FINANCIERS



Publié avec le concours du CNRS



ECONOMICA

49, rue Héricart, 75015 Paris

© Ed. ÉCONOMICA, 1989

Tous droits de reproduction, de traduction, d'adaptation et d'exécution
réservés pour tous les pays.

AVANT-PROPOS

Ce livre reprend les communications faites lors de la table ronde du 11 juillet 1988 organisée par le GRECO "Economie et Finance internationales quantitatives".

Que soient vivement remerciés F. Aftalion, X. Freixas, P.-Y. Hénin, J. Matthis, J. Melitz, G. Nancy, J.P. Sardin, qui avaient ouvert la discussion portant sur les différents papiers et dont les remarques ont permis d'aboutir à des versions finales largement améliorées.

INTRODUCTION

L'économiste serait-il, lui aussi, adepte du précepte bien connu selon lequel "lorsque les faits nous dépassent, feignons de les organiser" ?

Cette appréciation que d'aucuns pourront trouver bien iconoclaste, n'aurait-elle cependant quelque fondement dans le cas du krach financier d'octobre 1987 ? Non seulement la baisse de 22,6 % de Wall Street, étendue presque instantanément aux autres places, ne fut guère anticipée ; plus encore, après l'événement lui-même, les fameux effets de richesse qui devaient provoquer un profond ralentissement de l'économie réelle, ne paraissent pas — au moins pour le moment — devoir être au rendez-vous, ce qui ne signifie d'ailleurs pas que le Krach n'ait pas d'effets, peut-être ailleurs qu'au niveaux où on les attendait.

Est-ce à dire que les théoriciens se soient, purement et simplement, fourvoyés deux fois ? L'affirmer serait faire preuve d'un partis-pris beaucoup trop systématique. En effet, d'une part, la crise boursière avait bien été annoncée par quelques auteurs, malheureusement peu entendus des hommes de marché et des responsables, même si, après coup, ceux qui, théoriciens autant que praticiens, prétendent avoir vu venir la crise, sont devenus naturellement légion. Par ailleurs, le caractère finalement assez problématique des canaux déflationnistes par lesquels devaient passer ses incidences avait été aussi mis en évidence, dès l'origine, par certains économistes français. Mais qu'on ne nous demande pas pour autant de pondérer la part de ceux qui virent leurs prévisions confirmées par rapport à ceux qui, purement et simplement, se trompèrent. L'entreprise manquerait sans doute par trop d'élégance et exigerait par ailleurs une objectivité, que seuls ceux qui ne furent pas mêlés à ces débats, pourraient prétendre manifester.

Par contre, convenons que nombreux furent aussi ceux qui, avant le 19 octobre, ne voulurent trouver dans la très forte hausse des cours boursiers (triplement à Paris entre janvier 1983 et octobre 1987) qu'illustration de l'efficacité des mécanismes de marché. La flambée des cours ne faisait pour eux que prendre acte de certaines évolutions passées bienvenues (en France, le nouveau partage de la valeur ajoutée), et, surtout, anticipait les bonnes performances futures. C'est parmi ceux-là, justement, qu'après le Krach, se recrutent les tenants d'une ligne de défense un peu surprenante. Si, avancent-ils, les bourses ont partout baissé de 20 à 40 % en quelques semaines, c'est tout simplement parce que le marché avait besoin de cette purge pour, justement... redevenir efficient. Voilà bien la maladie érigée en preuve de la bonne santé antérieure et les soit-disant gourous d'hier qui se muent en docteur Knock de la finance !

Rappelons quand même que s'il est peu niable que le Krach a brutalement rapproché des valeurs fondamentales — et a permis à une *force de rappel* de se manifester puissamment —, c'est justement parce que le marché avait antérieurement pour le moins manifesté quelques singuliers errements par rapport à ces niveaux d'équilibre. Les mêmes prétendront alors que ces écarts à l'équilibre et le choc en retour en résultant eurent des origines purement "exogènes". Avant la rupture, le marché n'avait-il pas justement été, dira-t-on, abusé par des interventions aussi inopportunes qu'intempestives des autorités. Pour les uns, le "vilain" de la pièce fut la Réserve Fédérale Américaine qui, au nom d'une résurgence redoutée de l'inflation (au début de 1987), aurait laissé s'accroître le Prime Rate et augmenter le taux des obligations du Trésor U.S. à trente ans à plus de 10 %. Pour d'autres, les accords du Louvre, en contribuant à figer les taux de change nominaux au niveau atteint en février 1987, auraient, à travers les interventions officielles des banques centrales, transféré la volatilité sur les taux d'intérêt ; la hausse de ceux-ci, à son tour, en faisant pression à la baisse sur les cours des obligations, se serait trouvée à la base d'une vaste restructuration des portefeuilles, faite, cette fois, au détriment des actions. En somme, la crise des marchés financiers serait "l'enfant naturel" d'un essai imprudent visant inopportunément à figer les parités à un niveau devenu très vite irréaliste !

En fait, il nous semble qu'il faut s'interroger sur une origine largement endogène de la crise financière, liée au fonctionnement des marchés financiers. C'est là l'objet de cet ouvrage.

Ph. Nasse et J.J. Santini nous indiquent tout d'abord quels sont les faits à expliquer, du point de vue du macroéconomiste. Le plus étonnant à leurs yeux est le fait que la crise d'octobre 1987 n'a pas provoqué de rupture majeure, ni dans la sphère réelle (évolution de la consommation et de l'investissement), ni même dans la sphère financière (structure des placements, légère tendance à la réintermédiation).

Les trois chapitres qui suivent présentent des modèles macroéconomiques de fonctionnement des marchés financiers et s'interrogent sur une éventuelle responsabilité des comportements des intervenants dans le déclenchement de la crise.

R. Guesnerie montre que l'hypothèse de rationalité des anticipations suppose de la part des agents économiques des capacités analytiques qu'ils n'ont pas et une connaissance de la théorie économique pertinente. Il se demande s'il est possible que l'équilibre avec anticipations rationnelles soit "rationnalisable", c'est-à-dire dérive des processus mentaux des agents visant à éliminer des stratégies non optimales de réponse aux stratégies des autres agents.

A. Orléan soutient qu'à l'origine des bulles se trouve un processus de contagion mimétique des anticipations. D'une part, le mimétisme est rationnel : si l'on ne sait rien, copier l'autre améliore la performance ; d'autre part, s'éloigner de l'anticipation moyenne du marché est une attitude très risquée. G. Colletaz et J.P. Gourlaouen, enfin, présentent une revue de la littérature portant sur les bulles rationnelles, tant d'un point de vue théorique que du point de vue de l'estimation économétrique. Ils insistent sur l'ambiguïté de la notion de bulle, qui résulte de ce que la valeur "fondamentale" d'un actif

est mal connue et de ce que les conditions pour qu'une bulle puisse apparaître sont extrêmement restrictives.

Les deux chapitres suivants présentent des travaux empiriques portant, d'une part sur la transmission internationale des chocs, d'autre part sur l'efficience du marché des changes.

P. Artus essaie de dégager les canaux importants de transmission des chocs et politiques économiques entre les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne et la France et de comprendre les réactions des autorités à la situation économique. Il utilise des tests de cointégration, de causalité et l'analyse économétrique traditionnelle. **P.C. McMahon** analyse l'efficience des marchés des changes des grandes monnaies en utilisant des données de haute fréquence (horaires ou quotidiennes) et une série de méthodes statistiques : test de racine unitaire et de cointégration, estimations de processus Garch et de modèles de type VAR.

Enfin, **G. Bourguinat** présente la synthèse des travaux précédents en remettant en cause la théorie de l'efficience : les bulles observées ne sont pas liées à la rationalité ; la mondialisation des marchés rend incertaine la notion de prix d'équilibre en raison des effets de contagion ; les contraintes de liquidité et le mimétisme impliquent que la spéculation n'est plus stabilisante. Il apparaît qu'une structuration, une surveillance, des marchés est nécessaire pour éviter que la création des produits nouveaux visant à limiter le risque local des marchés financiers n'aboutisse finalement à accroître, en dehors de ceux-ci, le risque de système.

H. BOURGUINAT

P. ARTUS

CHAPITRE I

LE KRACH DU 19 OCTOBRE 1987 ET APRES

par Philippe NASSE et Jean-Jacques SANTINI

(Direction de la Prévision)

L'objet de cette note n'est pas de proposer une explication des causes du krach boursier d'octobre dernier mais simplement d'utiliser les statistiques disponibles depuis lors pour situer cet accident financier par rapport aux tendances décelables avant et après lui.

Sans sous-estimer l'ampleur du choc, il est de fait, jusqu'à présent, qu'il n'a pas provoqué de crise dans l'économie réelle puisque la conjoncture a rarement été aussi bonne que durant l'hiver 1987-1988. Sur les marchés financiers eux-mêmes, passés les remous du quatrième trimestre 1987, la situation s'est notablement éclaircie.

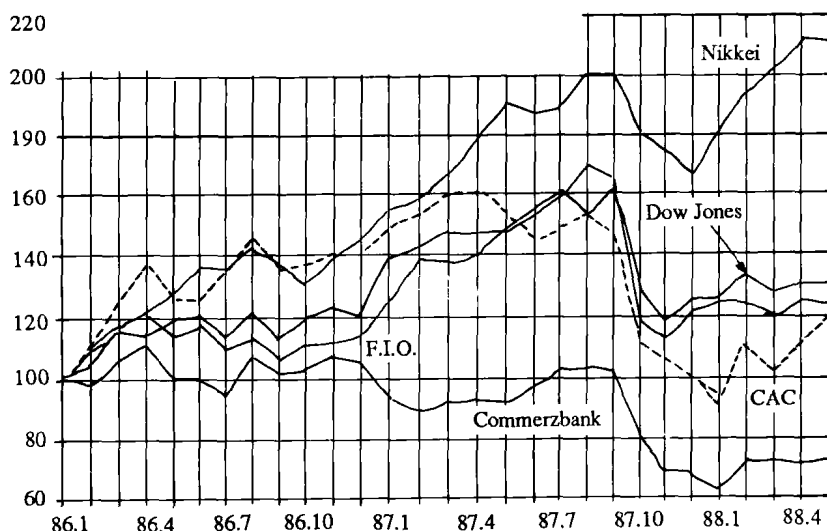
L'observation du très court terme pousse à l'optimisme, mais un fait majeur incite à la prudence : les marchés financiers supportent le poids du recyclage et du financement des excédents et déficits, internes et externes, qui perdurent de par le monde spécialement aux Etats-Unis. On voudrait être sûr que la charge n'apparaîtra pas un jour trop lourde.

En ce début d'été les taux sont répartis à la hausse, comme ils l'avaient fait il y a juste un an, de sorte que la situation reste inquiétante moins du fait des conséquences du krach que du peu de clarté dont on dispose sur son origine.

1. LE FAIT

Lors de la séance du 19 octobre 1987, l'indice Dow-Jones a baissé de 22,6 %. A l'exception de Tokyo où la chute est plus faible et plus lente, l'ensemble des autres Places a baissé fortement dans les 24 heures, et d'un pourcentage comparable après quelques jours de délais.

Graphique I
Evolution des indices boursiers en fin de mois

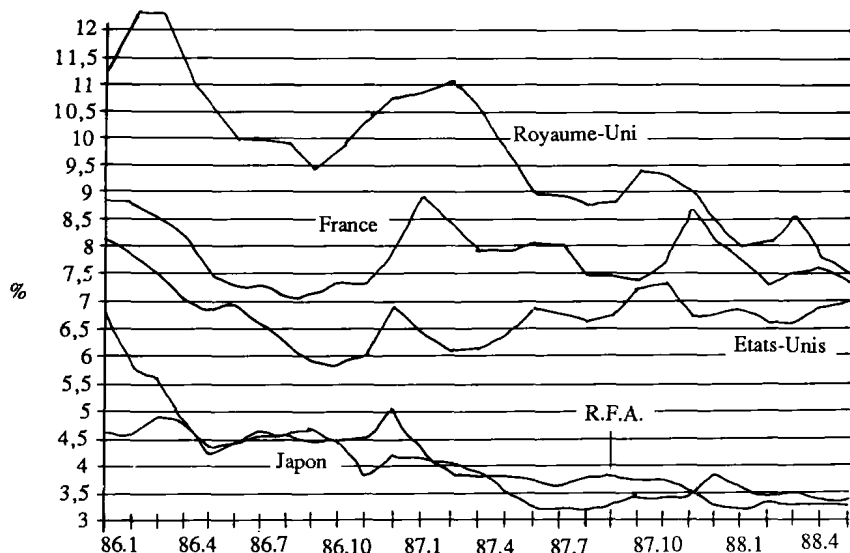


Le graphique 1 rappelle les évolutions des Places principales depuis le début de 1986 jusqu'à la fin mai 1988. Deux impressions s'en dégagent. En premier lieu, malgré la mondialisation des marchés, chaque Place a son histoire et les écarts entre Places, cumulés sur deux ans et demi excèdent largement la taille du krach. En second lieu, neuf mois après le krach, c'est la montée de 1987 et sa correction brutale qui paraissent étrangères à la tendance de moyen terme : l'hypothèse d'un retour à la normale après une période d'excès en sort renforcée. C'est l'indice CAC qui vérifie le moins bien cette interprétation mais il faut se rappeler que les deux années 1986 et 1987 ont été exceptionnelles en France.

Ce papier n'a pas pour objet de discuter les liens entre taux d'intérêt et indices boursiers. Les graphiques 2 et 3 rappellent cependant que l'histoire des taux de ces deux années et demie est, elle aussi, tourmentée. L'examen des taux obligataires montre que, en général, leur évolution a entraîné des effets patrimoniaux à l'opposé de ceux des cours boursiers : la baisse des taux après le krach compense de façon non négligeable les pertes boursières. A cet égard, la remontée actuelle des taux s'effectue selon une configuration qui ressemble beaucoup à la situation d'il y a juste un an...

Ces données ne concernent que les prix. Pour mesurer les effets de richesse, il faut y intégrer les volumes, ce qui est l'objet, pour la capitalisation boursière, du tableau 1. Ce tableau comporte une simplification très forte : les actions traitées par une Place ne le sont évidemment pas pour le compte des seuls résidents. Aussi, l'expression en pourcentage du PNB du pays est clairement abusive, surtout pour les petits pays. Par ailleurs, seules sont prises en compte dans le tableau les valeurs cotées, alors même que leur part dans le total des actions est très variable d'un pays à l'autre.

Graphique 2
Taux monétaires (J.J.) nominaux : 1986-1988 mensuel



Graphique 3
Taux obligataires nominaux : 1986-1988 mensuel

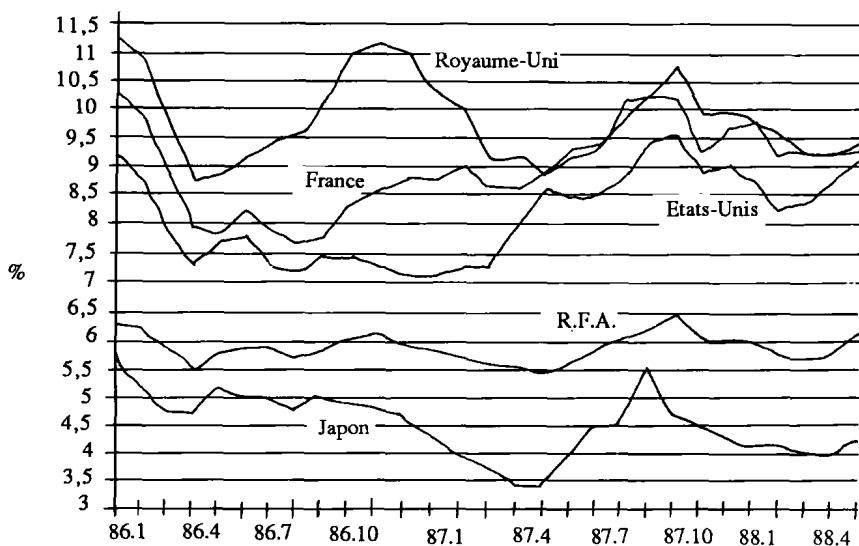


Tableau 1 — Capitalisation boursière en % du PNB 1987

	31.12.1985	31.12.1986	le point le plus haut de 1987	← Δ →	le point le plus bas de 1987	31.05.1988
New-York (D.J. industriel)	41,9	47,4	68,1 (25.08.87)	-36 % -25 p ^t	43,5 (19.10.87)	51,7
Londres (FTO)	59,9	78,5	115,5 (16.07.87)	-36 % -42 p ^t	73,9 (9.11.87)	92,3
Tokyo (INSEE)	55,3	82,8	119,6 (11.06.87)	-31 % -37 p ^t	82,5 (13.01.87)	120,4
Paris (CAO)	11,3	18,8	21,7 (25.08.89)	-42 % -9 p ^t	12,7 (11.12.87)	18,7
Francfort (Commerzbank)	21,7	22,4	22,6 (17.08.87)	-41 % -9 p ^t	13,4 (10.11.87)	17,1
Milan (BCI)	10,1	19,6	20,8 (30.04.87)	-38 % -8 p ^t	12,9 (10.11.87)	13,7
Zurich (CB)	65,2	77,9	83,8 (5.10.87)	-38 % -32 p ^t	51,9 (10.11.87)	67,2
Amsterdam (ANP-CES)	47,5	58,5	71,6 (14.08.87)	-43 % -30 p ^t	41,2 (10.11.87)	41,8

Tableau 2
Variations de la richesse nette globale des ménages¹

	<i>Actions</i>	<i>Obligations</i>	<i>Total</i>
<i>entre le 31/12/1986 et le 29/10/1987</i>			
Etats-Unis (Mds de \$)	0	- 190	- 190
Japon (Mds de yen)	+ 8,1	+ 1,6	+ 9,7
RFA (Mds de DM)	- 34	+ 27	- 7
UK (Mds de £)	- 0,4	+ 3,5	+ 3,1
France (MdF de F)	- 150	- 60	- 210
<i>entre le 31/12/1986 et le 22/06/1988</i>			
France (Mds de F)	- 60	+ 20	- 40

Sources : *Calculs internes DP* - D. Allars [1].

Le tableau 1 montre que la perte en capital entre le plus haut et le plus bas est en moyenne de 40 % (de 31 % à 42 %) mais que la situation à fin mai 1988 est en moyenne — avec des exceptions — largement supérieure à celle du début 1987 et surtout 1986. La comparaison détaillée des cours et de la capitalisation montre que les effets volume peuvent être importants. Dans le cas de la France par exemple, la capitalisation à fin mai 1988 retrouve le niveau du début de 1987 bien que les cours soient encore de 20 % plus faibles.

L'expression en pourcentage du PNB permet de comparer les Places. Les pertes entre plus haut et plus bas sont très différentes : de moins de 10 points du PNB (Paris, Milan, Francfort) à plus de 40 (Londres) traduisant évidemment les énormes différences de capitalisation boursière selon les pays. Au total, l'image de la capitalisation boursière qui apparaît fin mai 1988 est très contrastée, mais sans dégradation marquée par rapport aux situations du début de 1986 et de 1987. Pour les grandes Places — New-York et Londres — l'amélioration est très significative, et elle est massive à Tokyo.

Le tableau 2 pousse plus loin ces calculs (de plus en plus fragiles) en tentant d'isoler l'agent Ménage et de tenir compte du portefeuille obligataire.

1. à portefeuille constant. Cette précision est importante et explique l'incohérence apparente entre la colonne Actions de ce tableau et les variations de capitalisation déduites du tableau 1.

On constate que l'effet des variations des cours des obligations est très important, voire souvent majeur. Les négliger conduirait donc à retirer toute signification au calcul des pertes de richesse. En outre, l'aspect correcteur des mouvements de la richesse obligataire apparaît pleinement.

L'ensemble de ces données conduit à adoucir l'impression de catastrophe ressentie lors du krach. Les cours boursiers sont volatiles et il est probable qu'un fort lissage de ces cours est nécessaire pour dégager les niveaux susceptibles de commander les comportements. Une fois replacée dans une perspective plus longue et en tenant compte des deux compartiments principaux des portefeuilles, la situation du printemps 1988 n'est pas même médiocre.

Il faut souligner cependant l'ampleur des difficultés de mesures. Seuls sont connus les prix élémentaires des valeurs cotées. Leur agrégation en indices représentatifs est une première source de difficultés. Le non coté, masse énorme², échappe à tout recensement. La mesure des volumes et leur répartition par agents soulèvent des difficultés inextricables, notamment la répartition internationale des détenteurs car les balances des paiements ne recensent que les flux. Enfin l'évaluation des gains ou pertes est très dépendante des dates choisies pour références ainsi que de l'introduction ou non dans le calcul des volumes échangés entre ces dates.

La réflexion reste, ainsi, limitée par les disponibilités en statistiques.

2. LES REACTIONS

Dès le lendemain du krach, les Banques Centrales ont fait savoir qu'elles ne s'opposeraient pas à d'éventuelles demandes de liquidités ; mais avec le recul, il ne semble pas qu'une rupture significative se soit manifestée dans ces demandes. En particulier, en France, l'analyse des données de la situation hebdomadaire de la Banque de France ne fait pas apparaître de progression forte des concours de celle-ci au système bancaire au cours du mois d'octobre.

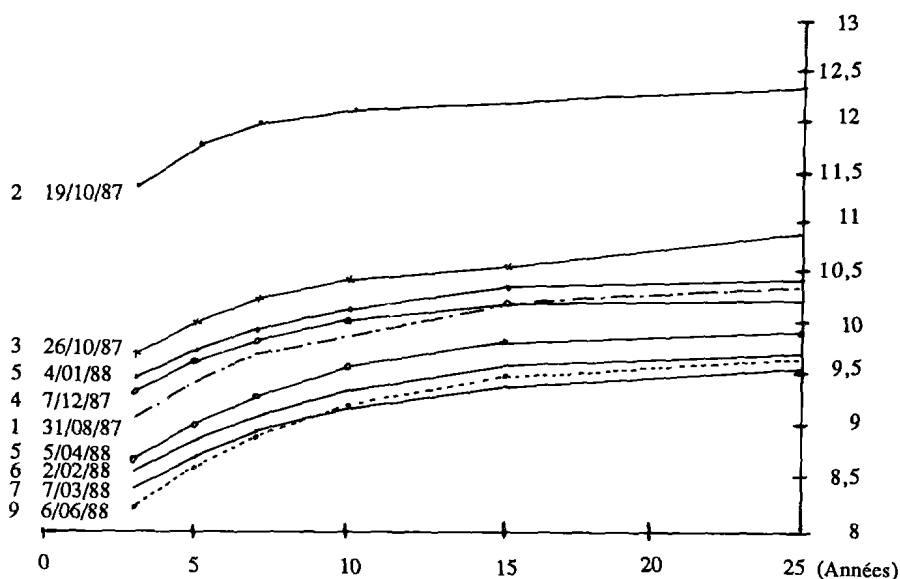
L'observation des taux courts ne montre pas non plus que le krach ait provoqué une rupture dans le réglage des taux monétaires au jour le jour (graphique 2). L'histoire des taux depuis le début de 1986 est marquée de fluctuations amples auprès desquelles les mouvements observés à l'automne 1987 restent modestes.

Les taux longs (graphique 3) se sont en revanche nettement orientés à la baisse, marquant un renversement très net par rapport aux hausses parfois fortes enregistrées dans le monde entier depuis la fin de l'hiver 1987. Notons que cette orientation à la baisse a pris fin récemment. Dans le cas de la France, le graphique 4 montre que la structure de ces taux (de marché) s'est repliée de façon très ordonnée après le pic atteint le 19 octobre, les premiers signes de tension n'apparaissant qu'à la date du 6 juin 1988.

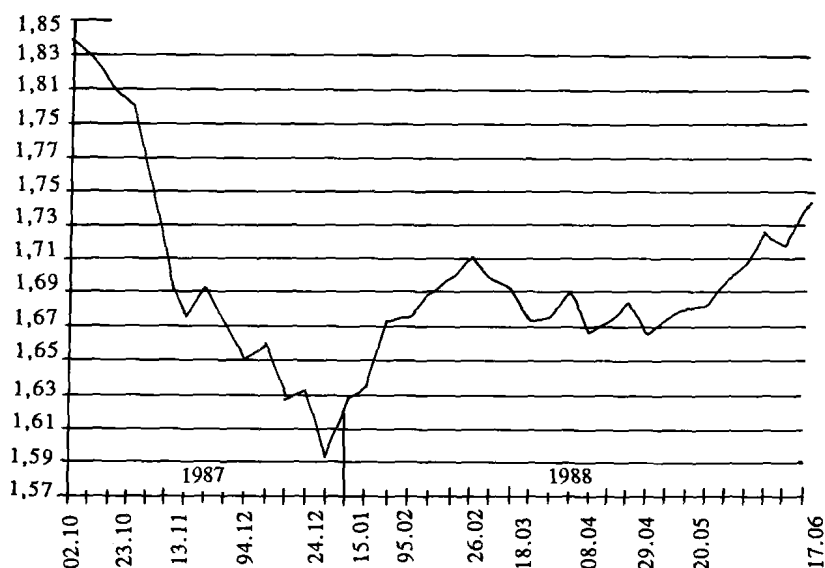
Tout s'est passé comme si, en renversant soudainement les anticipations, le krach avait permis un repli ordonné des taux de marché.

2. environ 5 fois la valeur des actions cotées en valorisant les évolutions de façon identique aux actions cotées.

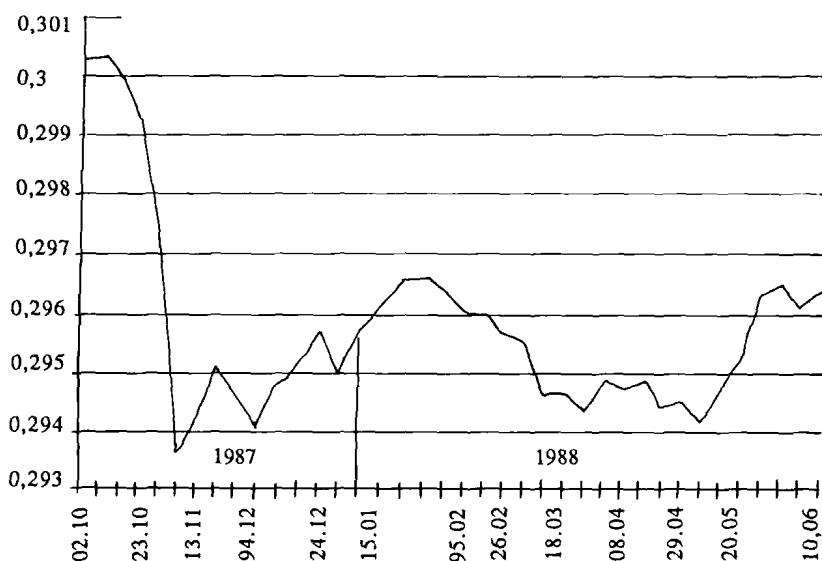
Graphique 4
Structure par terme des taux de rendement des valeurs du Trésor



Graphique 5
Evolution hebdomadaire de la parité dollar-mark depuis octobre 1987



Graphique 6
Evolution hebdomadaire de la parité franc-mark



On ne saurait en conclure que les autorités monétaires sont restées passives ou neutres. Elles ont dû en effet gérer la crise des changes — en Europe — qui s'est superposée au krach. Le graphique 5 montre que la chute du dollar contre le DM est exceptionnellement rapide en octobre 1987, favorisée par le doute que laissent planer les autorités américaines sur leur volonté de stabiliser leur monnaie et entretenue par l'absence d'accord clair entre l'Exécutif et le Congrès sur la réduction du déficit budgétaire.

Les "Grandes Manœuvres" conjointes de la Bundesbank et de la Banque de France paraissent tout autant, et peut être davantage, faire face à la crise des changes qu'à la crise boursière.

Le 5 novembre, les tensions entre le Franc et le DM sont intenses. La Bundesbank baisse le taux Lombard d'1/2 point à 4,5 % et le taux des mises en pension de 0,3 % à 3,50 %. La Banque de France hausse de 0,75 % à 8,25 % les taux d'appel d'offres, et à 8,75 % les pensions à 7 jours.

Le 24 novembre, le \$ baisse toujours mais les tensions au sein du SME se sont atténuées. La Bundesbank baisse de 0,25 % à 3,25 % le taux des prises en pensions et de 0,20 % à 3 % les bons du Trésor à 3 jours. La Banque de France baisse les taux directeurs de 0,25 %.

Enfin le 3 décembre (le \$ baisse toujours) la Bundesbank baisse le taux d'escompte de 0,50 % à 2,50 % et la Banque de France baisse de 0,25 % le taux pour les appels d'offres et les pensions à 7 jours.

La phase aiguë de cette crise de change prend fin à la veille de Noël avec la déclaration du G7.