
L'efficiencia des marchés financiers : quelques perspectives récentes

Jean-Paul POLLIN Professeur à l'Université d'Orléans.

Le placement fondé sur une véritable prévision à long terme est de nos jours une tâche trop difficile pour être souvent possible. Ceux qui s'y attèlent sont sûrs de mener une existence beaucoup plus laborieuse et de courir des risques plus grands que ceux qui essayent de deviner les réactions du public plus exactement que le public lui-même.

J.M. Keynes (Théorie Générale - Chapitre XII).

L'évolution des marchés financiers suscite aujourd'hui fascination et inquiétude. L'insolente santé des marchés boursiers impressionne, mais il est difficile d'ignorer le divorce croissant entre ces performances et l'évolution beaucoup moins brillante du secteur réel de l'économie. Il est permis de se demander si l'expansion de la sphère financière n'est pas purement artificielle, et, pire encore, si elle ne se fait pas aux dépens de l'activité productive et des investissements physiques. Plus dure serait la chute.

De même, sur les marchés des changes, il est bien difficile de discerner la logique des mouvements erratiques de parités. On parle de surajustement ou de « bulles spéculatives » pour tenter d'expliquer ces fluctuations peu compréhensibles au regard des données fondamentales¹.

Au moment où se renforce le poids des marchés dans les systèmes de financement, et où le retour à un système de parités fixes semble bien utopique, ces observations ont quelque chose de déconcertant. On aurait tort d'en exagérer la portée

¹ - On en trouvera un très bon exemple dans la revue « Actualités » (mensuel de la Banque Française pour le Commerce extérieur) de décembre 1986 intitulé : « Dollar, deutsche mark, yen et franc en 1987 : la logique des tendances fondamentales ».

et d'en prendre prétexte pour dessiner on ne sait quelle vision apocalyptique. Mais elles nous incitent à réviser un certain nombre d'idées trop simples sur l'efficiencia naturelle des marchés financiers, sur les vertus régulatrices du libre jeu des prix ou sur le caractère stabilisant de la spéculation. Précisément, un ensemble de travaux se développent depuis quelques temps qui s'efforcent de réexaminer ces différentes questions tant d'un point de vue théorique qu'empirique. Avant d'en présenter les grandes lignes et les principaux résultats, il nous paraît souhaitable de les mettre en perspective en procédant à quelques rappels sur l'analyse traditionnelle de l'efficiencia des marchés financiers.

UN DÉTOUR PAR LES ANALYSES TRADITIONNELLES DE L'EFFICIENCIA

L'efficiencia des marchés financiers peut se comprendre en des sens relativement différents. Elle s'entend de façon opérationnelle, en fonction du coût de fonctionnement des marchés, ou plus simplement en fonction de leurs conditions d'accès. Elle se définit aussi par la qualité de

ET DE LIVRES

l'allocation des capitaux qui ressort de la confrontation entre les offres et des demandes de fonds prêtables. Elle se conçoit enfin par rapport au rôle du système financier dans la formation de l'équilibre économique, notamment dans la coordination des plans d'épargne et d'investissement.

Naturellement ces différentes démarches ne sont pas indépendantes : par exemple l'allocation des capitaux sera d'autant plus efficace que le coût des transactions sur les marchés sera faible, et que les prix des actifs seront de bons régulateurs des décisions individuelles. Il existe donc des recoupements ou des points de passage entre les différentes conceptions du problème. Quelle que soit la façon dont on l'aborde, on est en particulier conduit à s'interroger sur la valeur des informations contenues dans les prix de marché. Et l'on parvient à l'idée selon laquelle un marché est efficient si les prix qui s'y forment reflètent toute l'information disponible.

Mais c'est là une définition trop générale pour être testée. Dans un article déjà ancien, mais qui reste une référence, E. Fama avait suggéré de la préciser en montrant (à la suite il est vrai de B. Mandelbrot, P. Samuelson et quelques autres) que, sur un marché efficient, les prix d'équilibre doivent être tels qu'ils ne laissent subsister aucune occasion d'arbitrage profitable². Ce qui revient à dire que les intervenants sur le marché doivent être dans une situation de jeu équilibré : l'espérance moyenne de rendement sur leurs placements ne doit pas être supérieure au taux d'intérêt du marché. On comprend bien, en effet, que s'il en était autrement, cela prouverait que toute l'information n'a pas été exploitée et que le prix de l'actif n'est donc pas à sa valeur d'équilibre.

La notion d'efficience s'est ainsi trouvée réduite à une proposition bien délimitée et qui a fait l'objet de toutes les sollicitudes des économètres. D'innombrables travaux se sont efforcés de vérifier selon des méthodes variées (tests d'autocorrélation, analyse des séries temporelles, filtres, « runs »...) qu'il n'était pas possible de prévoir les variations des prix des actifs sur la base de leurs évolutions passées, et que les cours boursiers suivaient en conséquence « un cheminement aléa-

2 - « Efficient capital markets : a review of theory and empirical work ». *Journal of Finance*, mai 1970.
La substance de cet article est reprise et développée dans l'ouvrage du même auteur intitulé « Foundations of finance ». *Basic Books* 1976.

toire ». Les résultats sont généralement favorables à l'hypothèse d'efficience, au point que l'on a pu la présenter comme l'un des phénomènes les mieux établis en économie³.

Tout ceci n'a pourtant pas découragé l'utilisation des méthodes chartistes dont on sait qu'elles reposent précisément sur des principes contradictoires à ceux de l'efficience et du cheminement aléatoire. Mais il est vrai que l'horizon de la prévision est ici fondamental : ce qui est observé sur une période d'une semaine ou d'un mois n'est plus nécessairement vérifié au jour le jour ou à l'intérieur même d'une séance de marché. De surcroît certains effets ponctuels peuvent être difficiles à discerner. On en trouvera une bonne illustration dans un article publié par J. Hamon dans le dernier numéro de la revue « Finance »⁴. L'auteur, qui s'intéresse au caractère saisonnier des rentabilités à la Bourse de Paris met en évidence ce qu'il appelle un « effet janvier ». C'est-à-dire que la rentabilité des placements boursiers paraît être au cours de ce mois significativement supérieure à celle enregistrée durant le reste de l'année. Parmi toutes les explications possibles du phénomène, il semble que ce soit l'argument fiscal de taxation des plus values qui soit le plus convaincant. Certains investisseurs sont amenés à vendre avant la clôture de l'exercice fiscal des titres de sociétés en baisse afin de dégager des moins values. Cette observation peut alors donner lieu à des stratégies d'intervention profitables, ce qui est bien la preuve d'une inefficience. L'effet est d'ailleurs plus sensible sur les titres des sociétés à faible capitalisation boursière sur lesquels les arbitrages sont moins importants.

Mais ce ne sont là en définitive que des points d'importance secondaire au regard de la question posée. Les tests d'efficience appliqués aux marchés des changes conduisent en revanche à des réserves beaucoup plus sérieuses. On en trouvera un exposé dans un article récent de P. Boothe et D. Longworth publié dans le *Journal of International Money and Finance*⁵.

3 - Jensen in « Symposium on some anomalous evidence regarding market efficiency », numéro spécial du *Journal of Financial Economics*, Juin-Septembre 1978.

4 - « Le caractère saisonnier des rentabilités mensuelles à la Bourse de Paris ». *Finance (Revue de l'Association Française de Finance)* - Juin 1986.

5 - *Foreign exchange market efficiency tests : implications of recent empirical findings*. *Journal of International Money and Finance*, Juin 1986.

S É L E C T I O N D ' A R T I C L E S

Les auteurs y recensent un ensemble de contributions qui démontrent très généralement l'existence d'opportunités d'arbitrage inexploitées sur les marchés de devises. La prise en compte des coûts de transaction nécessaires pour en tirer parti et des primes de risque ne semble pas suffisante pour les expliquer en totalité. L'étude met également en évidence que les taux de change à terme sont de très médiocres prédicteurs des taux au comptant futurs, ce qui constitue également une preuve de l'imperfection des marchés ou de l'irrationalité des prévisions. Les auteurs tentent alors de tirer les conséquences de ces observations en fonction des divers agents concernés (les investisseurs individuels, les prévisionnistes, les responsables de politique économique) et concluent en soulignant la différence de perspective qui en résulte selon que l'on s'intéresse à l'efficacité micro ou macroéconomique.

LES PRIX DE MARCHÉ REFLÈTENT-ILS LA VALEUR FONDAMENTALE DES ACTIFS ?

En effet la réduction de la notion d'efficacité au principe d'un jeu équilibré est certainement insuffisante si l'on se place d'un point de vue macroéconomique. A ce niveau les taux d'intérêt et les taux de change tiennent une place dont les exigences sont d'un ordre différent : il s'agit de leur rôle dans la formation de l'équilibre économique d'ensemble.

La question est alors de savoir dans quelle mesure les prix des actifs ou les parités des monnaies incorporent et diffusent des informations capables de concilier les plans d'épargne et d'investissement, de permettre l'ajustement des balances de paiements... Il ne suffit donc plus seulement de vérifier le caractère aléatoire de leurs fluctuations, il faut avant tout s'assurer de la nature et de la qualité des messages qu'ils transmettent. Plus précisément on doit déterminer dans quelle mesure l'évaluation des actifs financiers sur les marchés est conforme à leur valeur d'équilibre, dans quelle mesure elle se plie à la logique de leurs déterminants fondamentaux.

Il s'agit en fait d'une autre conception de l'efficacité, ou plutôt d'une définition plus exigeante. Elle concerne plus la politique économique

que les opérateurs sur les marchés. Mais nous n'avons aucune raison de croire, contrairement à ce qui a été souvent supposé implicitement, que la vérification de l'efficacité au sens de Fama suffit à assurer l'égalité entre la valeur constatée des actifs et leur valeur fondamentale.

D'un point de vue empirique, ce point vient d'être très clairement mis en évidence dans un article de L. Summers⁶.

En prenant l'exemple d'un processus particulier de formation du prix d'un actif, l'auteur démontre que les tests traditionnels concluraient à l'efficacité alors même que le cours peut s'éloigner de façon persistante et sensible (plus de 30 %) de sa valeur fondamentale. Il montre également que les erreurs d'évaluation sont difficiles à détecter, dans la mesure où elles ne laissent pas de trace significative dans la chronique des rendements observés. On ne voit donc pas comment des arbitrages auraient la capacité de les dissoudre.

Au demeurant, sans même que l'on ait à invoquer ces difficultés empiriques, il est possible que des agents rationnels et parfaitement informés laissent se développer des écarts entre les prix de marché et la valeur fondamentale des actifs. Cette question fait aujourd'hui l'objet de recherches très stimulantes qui remettent en cause quelques idées reçues sur les rapports entre rationalité des comportements et stabilité des marchés. Des travaux encore exploratoires comme ceux de O. Blanchard et M. Watson ou de J. Tirole ont fourni des arguments (ou des débuts de preuve) intéressants en ce sens⁷. Ils montrent que sous certaines hypothèses, des « bulles spéculatives », c'est-à-dire des écarts croissants par rapport à la valeur économique des actifs, peuvent se développer alors même que les investisseurs anticipent et se comportent de façon rationnelle. Formellement, ceci s'explique par le fait que tout modèle dynamique dont les variables endogènes affectent l'équilibre présent, possède une infinité de solutions. La convergence du système vers l'équilibre (la valeur fondamentale) ne constitue qu'un cas particulier qui n'est pas plus vraisemblable que les autres. Plus

6 - « *Does the stock market nationally reflect fundamental values* » ? *Journal of Finance*, Juillet 1986.

7 - O. Blanchard et M. Watson, « *Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers* » *Annales de l'INSEE*, Avril Juin 1984, et J. Tirole « *Asset bubbles and overlapping generations* », *Econometrica*, Novembre 1985.

ET DE LIVRES

concrètement cela revient à dire qu'un ensemble de facteurs (croyances, mimétisme...) autres que les déterminants fondamentaux peuvent intervenir dans la formation du cours ; il suffit pour cela que le marché y croie. Dès lors la référence essentielle pour l'investisseur n'est plus la valeur économique de l'actif mais plutôt l'idée qu'il se fait du comportement des autres opérateurs. Et l'évolution du prix du titre devient en quelque sorte arbitraire. Le fait même que les agents raisonnent en ces termes peut conduire à une autojustification des prévisions, ce que l'on appelle les « prophéties créatrices ».

A vrai dire l'idée même n'est pas nouvelle. Elle rejoint des considérations que Keynes avait déjà exprimées sur le caractère en partie conventionnel de la formation des taux d'intérêt. Le seul fondement sérieux des méthodes chartistes est d'ailleurs de cet ordre : si elles sont efficaces, c'est parce qu'elles sont utilisées par un assez grand nombre d'opérateurs et parce qu'existent sur le marché des effets d'entraînement. Des événements récents ont bien mis en évidence les conséquences de ces mouvements cumulatifs occasionnés par des ordres passés automatiquement en fonction des seules variations de cours.

L'originalité de ces nouvelles démarches concernant les bulles spéculatives vient de ce qu'elles tentent d'expliquer ces phénomènes sans faire l'hypothèse, toujours suspecte aux yeux des économistes, d'une irrationalité des anticipations ou des comportements. Mais naturellement elles ne sont pas les seules explications possibles de l'inefficience des marchés au sens où nous l'entendons maintenant, c'est-à-dire d'un écart par rapport à la valeur fondamentale. Du reste, il faut convenir qu'elles ne se conçoivent bien que sous des conditions restrictives et pour des actifs particuliers. Elles sont en principe exclues sur des actifs dont la valeur est certaine à un temps donné : par exemple des titres dont la valeur et la date de remboursement sont parfaitement connues⁸.

En fait l'existence d'écarts par rapport à la valeur fondamentale peut s'expliquer de bien

8. - Pour que la bulle puisse se développer, il faut en effet que les opérateurs soient incertains quant à la date de son « éclatement », c'est-à-dire la date à laquelle le mouvement va s'inverser et le cours replonger vers sa valeur fondamentale. Lorsque la valeur et la date de remboursement d'un titre sont connues, il existe évidemment une certitude quant au moment de son retour à sa valeur fondamentale.

d'autres façons et notamment par des phénomènes de sur-réactions ou de biais dans les prévisions. Mais quelle qu'en soit l'origine, elle doit se traduire par une variabilité excessive des prix des titres ou des parités des monnaies.

UNE VARIABILITÉ EXCESSIVE DES PRIX DES ACTIFS

C'est précisément cette idée que R. Shiller a cherché à exploiter dans un ensemble d'articles qui renouvellent les analyses empiriques de l'efficience et qui ont ouvert sur ce point des discussions enrichissantes⁹. Le principe de ces travaux consiste à comparer la variabilité effective des prix des actifs, telle qu'on l'observe sur le marché, à leur variabilité théorique, telle qu'on devrait la constater en situation d'efficience. En supposant l'équilibre du prix des actifs, on peut en effet déduire de la variabilité des dividendes versés une estimation de la variance des cours des titres. Les calculs menés par R. Shiller sur un échantillon de sociétés américaines et sur une très longue période (1871 à 1979) démontrent que la variance effective des cours boursiers a été plus de trente fois plus élevée que la variance théorique¹⁰. Ce qui établit clairement selon l'auteur que les cours boursiers fluctuent excessivement par rapport à leur valeur fondamentale et que le fonctionnement du marché est donc imparfait.

Ces observations ne disent rien toutefois de l'origine de cette inefficience. R. Shiller invoque les phénomènes de mode ou d'imitation qui se produisent sur le marché boursier ; il cherche également à mettre en évidence une sur-réaction des investisseurs face aux informations qui leur parviennent. Mais les preuves avancées sont ici très fragiles. De même il n'est pas facile d'analyser quelles sont exactement les implications de cette volatilité

9 - On retiendra en particulier : « Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends ? », *American Economic Review*, Juin 1981. « The use of volatility measures in assessing market efficiency », *Journal of Finance*, Mai 1981, et surtout : « Stock prices and social dynamics », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1984, N° 2.

10 - Encore faut-il préciser que l'on estime la variance théorique maximale impliquée par l'hypothèse d'efficience.

excessive des cours du point de vue de l'équilibre économique. Tout ce que l'on peut en dire, c'est que les « bruits » introduits dans l'évaluation des actifs nuisent probablement à la formation des décisions individuelles et à la bonne allocation des capitaux.

Le problème peut être posé en des termes analogues pour ce qui concerne la fixation des taux d'intérêt. On peut en effet se demander si les taux longs ne sont pas trop volatils par rapport à ce qu'impliqueraient la rationalité des anticipations et l'équilibre de la structure par échéances. Cette question a fait l'objet d'un certain nombre de contributions aux Etats-Unis et elle vient d'être testée par G. Colletaz dans un article à paraître prochainement dans la *Revue Economique*¹¹.

L'idée de l'étude consiste à comparer l'évolution effective des taux à celle d'un prédicteur rationnel (c'est-à-dire au niveau des taux qui prévaudrait si les anticipations des investisseurs étaient exactes), puis à celle d'un ensemble d'autres prédicteurs possibles¹². Les calculs démontrent que l'hypothèse de rationalité ne peut être rejetée, du moins sur les échéances courtes. Sur les taux à plus d'un an, l'existence d'une prime de risque introduit un biais dans les tests, qui empêche de conclure.

Ces résultats sont intéressants dans la mesure où ils diffèrent de ceux qui ont pu être obtenus aux Etats-Unis et qui semblent infirmer l'hypothèse d'une formation rationnelle des taux. Alors que l'on a souvent souligné et dénoncé l'administration de la structure des taux d'intérêt en France, il est assez curieux d'observer que l'hypothèse d'efficience s'y trouve mieux validée. Ceci pourrait donner à penser que la régulation centralisée des taux leur a évité une variabilité excessive.

11 - « Les taux d'intérêt observés sur le marché monétaire sont-ils trop volatils ? Un test de rationalité des prévisions dans le cadre de la théorie des anticipations de la structure par échéances », *Revue Economique*, Juillet 1987.

12 - La procédure employée par G. Colletaz s'inspire de celle proposée par Mankiw, Romer et Shapiro dans : « An unbiased reexamination of stock market volatility », *Journal of Finance*, 1985.

La méthodologie utilisée par R. Shiller a donné lieu en effet à un certain nombre de critiques. On a fait valoir en particulier que la pertinence des résultats obtenus dépendait de façon cruciale d'une hypothèse de stationnarité des séries traitées. C'est ce qui a déterminé l'utilisation d'une méthode différente mais qui préserve le principe de l'analyse.

Les fluctuations de parités surprenantes qui ont accompagné la généralisation des changes flexibles ont suscité des interrogations du même ordre. De nombreux travaux se sont efforcés de déterminer dans quelle mesure les évolutions des taux de change avaient échappé à la logique des relations d'équilibre. Mais les tests de variance ont rapidement montré leurs limites en ce domaine¹³. Les recherches se sont orientées vers une détection discrète des bulles spéculatives, en cherchant à faire le partage entre les phénomènes arbitraires de marché et les mouvements explicables par les déterminants fondamentaux. Parmi l'ensemble de ces recherches, on retiendra plus particulièrement deux contributions récentes qui nous semblent intéressantes par les méthodes employées et par leurs résultats.

Dans un article publié par l'*American Economic Review*, G. Evans a tenté d'apprécier si les variations du dollar contre livre sterling avaient excédé (entre 1981 et 1984) de façon persistante le différentiel d'intérêt sur ces deux monnaies¹⁴. Plus précisément, il a cherché à tester si la distribution observée des écarts à la parité des taux d'intérêt démontrait l'existence d'un biais systématique. Ce qui revient à se demander si des placements en dollars financés par emprunts en livres avaient permis d'obtenir des gains significatifs.

Les résultats présentés amènent effectivement à conclure en ce sens : l'hypothèse d'efficience est clairement rejetée. Malheureusement la méthode utilisée par l'auteur (un test non paramétrique qui lui évite d'avoir à spécifier un modèle du taux de change) lui interdit de se prononcer sur l'origine de ce biais. Il convient qu'il lui est impossible de discriminer entre l'existence de bulles spéculatives, celle d'une irrationalité des prévisions, ou l'incidence d'asymétries dans la distribution des valeurs prises par les déterminants fondamentaux.

L'étude réalisée par R. Meese échappe en principe à cette difficulté puisqu'elle repose sur la spécification d'un modèle macro-économique du

13 - On trouvera un recensement et une critique des recherches menées à partir de cette méthodologie dans une note de B. Diba publiée dans le *Journal of Money Credit and Banking* de Février 1987, intitulée « A critique of variance bounds tests for monetary exchange rate models ».

14 - « A test for speculation bubbles in the sterling-dollar exchange rates : 1981-84. » *American Economic Review* — Septembre 1986.

ET DE LIVRES

taux de change¹⁵. L'auteur essaye d'apprécier dans quelle mesure les évolutions de parités présentent des divergences significatives par rapport à leur valeur d'équilibre. Les calculs ont été effectués sur les cours du dollar-sterling et du dollar-mark sur la période 1973-82. Les tests très sophistiqués portent sur la stabilité des paramètres du modèle et sur la structure des résidus des équations estimées : dans tous les cas l'hypothèse d'efficience (d'absence de bulles spéculatives) est nettement rejetée¹⁶.

Mais en dépit de toutes les précautions prises par l'auteur, il subsiste une incertitude sur l'interprétation de ses résultats. La relation entre les taux de change et les déterminants fondamentaux est sans doute complexe ; on l'apprécie mal en la réduisant à l'incidence d'un petit nombre de variables macro-économiques. Les déterminants fondamentaux peuvent aussi recouvrir des événements ou des anticipations d'événements que l'économètre est incapable d'observer¹⁷. Supposons par exemple que des spéculateurs s'attendent à une modification de la politique économique d'un pays donné, disons une baisse des taux d'intérêt accompagnant une politique monétaire plus laxiste. Il est alors logique que la monnaie de ce pays se déprécie sur le marché des changes. Mais s'il s'avère que le changement prévu ne se produit pas, la parité reviendra à son niveau initial sans qu'il soit possible de justifier ces mouvements en se rapportant aux valeurs effectives de telle ou telle variable observable. L'économètre se trouvera incapable d'expliquer les fluctuations des taux de change sur la base des déterminants fondamentaux, alors qu'il n'y a en l'occurrence ni bulle spéculative, ni manifestation d'une quelconque irrationalité.

Au bout du compte il est douteux que l'on puisse trancher empiriquement entre ces différentes hypothèses explicatives de la volatilité des prix des actifs. Ce qui nous fait défaut, c'est une

15 - « *Testing for bubbles in exchange markets : a case of sparkling rates ?* » *Journal of Political Economy* — avril 1986.

16 - *En fait il s'agit de tests de deux hypothèses jointes : absence de bulles spéculatives et stabilité du processus des déterminants fondamentaux des taux de change.*

17 - *On retrouvera cette argumentation dans l'article de M. Obstfeld, « Floating exchange rates : experience and prospects », Brookings Papers on Economic Activity, n° 2, 1985, ainsi que dans l'article de M. Obstfeld et K. Rogoff, « Ruling out divergent speculative bubbles », *Journal of Monetary Economics*, mai 1986.*

connaissance directe de la formation des anticipations ; les mesures implicites sur lesquelles se fondent les tests sont trop imprécises pour qu'il soit possible de conclure sur la cause des écarts par rapport à l'équilibre. Mais ce n'est peut-être pas là une question essentielle. Car quelle qu'en soit l'origine, la variabilité des taux d'intérêt ou des taux de change soulève les mêmes difficultés du point de vue de l'efficacité du système économique. Même quand elle obéit à des motivations rationnelles, la spéculation peut être déstabilisante, et brouiller les informations transmises par les prix de marché.

Répétons cependant qu'il faut s'avancer sur ce terrain avec prudence car nos connaissances sur ce point sont fragiles. En particulier il a été jusqu'ici difficile d'établir une relation claire entre la volatilité des taux de change et le niveau du commerce mondial ou des mouvements de capitaux. On le justifie parfois en observant que les agents ont la capacité de se protéger de ces fluctuations en jouant sur les diverses possibilités de couverture qui leur sont offertes. La réponse est sans doute un peu courte, mais il n'empêche que nous manquons aujourd'hui d'un cadre analytique et d'observations empiriques qui nous permettent d'étudier l'incidence de la variabilité des prix des actifs sur la stabilité de l'équilibre économique.

113

LES NOUVEAUX MARCHÉS FINANCIERS AGGRAVENT-ILS LA VOLATILITÉ DES TAUX ?

Dans le prolongement de ces considérations on peut se demander quelle peut être l'influence du développement des marchés et des nouveaux produits financiers sur la volatilité des prix des actifs. La question est intéressante dans la mesure où ces innovations sont censées permettre une allocation plus efficace des capitaux ainsi qu'une meilleure distribution des risques entre les agents. On fait valoir qu'elles étendent les opportunités de couverture des risques de taux ; il serait paradoxal d'observer que leur introduction accroît simultanément le risque potentiel sur les marchés financiers.

Ce problème est évoqué, entre autres, par l'important rapport que la Banque des Règlements

S É L E C T I O N D ' A R T I C L E S

Internationaux a consacré aux innovations financières et sur lequel nous aurons l'occasion de revenir dans une prochaine chronique¹⁸. Après avoir observé que le développement de ces innovations a coïncidé avec une augmentation notable de la variabilité des taux d'intérêt et des taux de change, les auteurs s'interrogent sur le lien de cause à effet qui peut exister entre les deux types de phénomènes.

A l'évidence, l'ouverture des nouveaux marchés a favorisé l'expansion des opérations spéculatives, ne serait-ce que parce qu'elle en a réduit le coût. Et toute la question est de savoir si ces opérations exercent une action stabilisante, ou au contraire déstabilisante, sur les cours des actifs. En principe les arbitrages entre terme et comptant doivent réduire l'influence des aléas sur les prix courants, du moins si les cours à terme sont plus proches de la valeur fondamentale, c'est-à-dire si les anticipations qui s'y reflètent sont suffisamment fiables. Le fond de l'affaire tient par conséquent à la valeur des informations qui déterminent les décisions des spéculateurs. Cela revient en particulier à se demander si le comportement de ces derniers consiste à exploiter les écarts entre cours effectif et valeur fondamentale ou si au contraire il se borne à jouer sur les évolutions à court terme des marchés. On retombe alors sur les problèmes évoqués précédemment à propos des bulles spéculatives, des mouvements auto-entretenus ou des anticipations irrationnelles.

Les conclusions sur ce point du rapport de la Banque des Règlements Internationaux sont plutôt optimistes. C'est aussi l'impression qui se dégage de l'article de P. Artus et P. Voisin publié récemment et consacré au fonctionnement du Marché à Terme d'Instruments Financiers (MATIF). Les auteurs y résument les résultats d'un ensemble de tests qui visent à apprécier l'efficacité du marché quelques mois après son instauration. Ils se sont efforcés en particulier de mesurer l'évolution de la variabilité des rendements des emprunts du gisement, et plus généralement des emprunts d'Etat, à la suite de l'ouverture du MATIF¹⁹. Il en

ressort que la volatilité des taux sur ces titres (par rapport à la volatilité des taux sur le marché monétaire) a diminué assez sensiblement depuis lors : la possibilité de report des déséquilibres du comptant sur le terme aurait donc limité les fluctuations courantes des taux. De même la formation des cours à terme semble approximativement respecter les critères traditionnels d'efficacité : les informations nouvelles relatives aux taux courts sont rapidement reflétées dans le prix des contrats à terme. En revanche les auteurs de l'article font clairement apparaître que sur les premières échéances cotées (de mars à juin), les conditions d'arbitrage entre terme et comptant n'étaient absolument pas vérifiées. Ce qui démontre que la mise en place du marché et son nécessaire apprentissage ont laissé subsister des opportunités de gains très substantielles. Il sera bien sûr très intéressant de chercher à confirmer ces premiers résultats lorsque le marché sera parvenu à maturité.

Plus généralement, le prolongement des expériences amorcées nous permettra d'affermir nos connaissances sur ce thème de l'efficacité des marchés financiers. Nous disposerons bientôt, sur l'ensemble des questions qui viennent d'être évoquées, des résultats de recherches en plein développement. Nous espérons avoir mis en évidence qu'elles contenaient des enjeux considérables tant du point de vue de la théorie des marchés que du point de vue de nos préoccupations actuelles de politique économique.

114

18 - « *Recent innovations in international banking, BRI, avril 1986. Le rapport a été préparé par un groupe d'étude constitué par les banques centrales du Groupe des 10, sous la direction de S. Cross* ».

19 - « *Le MATIF est-il un marché efficace ? Un premier bilan* », Banque, mars 1987.

