

INTRODUCTION GENERALE

A la suite des crises monétaires et financières de la dernière décennie – particulièrement au Mexique en 1994-1995, en Asie en 1997 et en Russie en 1998 – un profond travail de réflexion a été mené par la Communauté Internationale sur la question de la réforme de l'Architecture du Système Monétaire et Financier International.

Au cœur des attaques spéculatives des années 1990 sont apparus de nombreux problèmes de coordination liés à des questions informationnelles complexes [Eichengreen et Portes, 1995]. L'atomisation des acteurs sur des marchés de plus en plus décentralisés a conduit à un genre nouveau de crise, des « crises de la coordination », récurrentes et particulièrement coûteuses pour l'ensemble des parties prenantes du système financier. En effet, les coûts ont non seulement touché les pays émergents en difficulté, mais ont également été supportés par certaines catégories d'investisseurs (qui n'avaient pas quitté les marchés en difficulté suffisamment tôt). Plus grave, ces crises d'un genre nouveau ont témoigné de l'incapacité des institutions publiques internationales à définir des mécanismes cohérents de gestion de crise. La question de l'intervention des Institutions Financières Internationales se pose dès lors avec une acuité toute particulière.

Ces faits stylisés ont été pris au sérieux non seulement par la Communauté financière internationale, mais également par les milieux académiques. Ainsi s'est développée toute une série de travaux sur les questions de coordination des agents (prêteurs et emprunteurs) sur les marchés des changes et financiers dont les recommandations en matière de politique économique vont des solutions de marché (transparence notamment) aux instruments de coordination hors marché (contrôle des capitaux ou implication des créanciers privés dans la gestion des crises). Les solutions préconisées pour faire face aux échecs de coordination sont au cœur des débats relatifs à la définition de l'Architecture.

Au centre des propositions, la position officielle (du Fonds Monétaire International (FMI) et des autres organisations internationales) consiste à promouvoir une transparence accrue sur les marchés. En effet, cette dernière permettrait d'éviter les

krachs spéculatifs et, simultanément, de s'assurer que des ancrages insoutenables seront corrigés suffisamment tôt. Ce point de vue suggère que les agents sont capables d'internaliser les défauts de coordination et part donc d'un *a priori* théorique fort. Il existe en fait actuellement un débat sur les effets stabilisants ou non de l'information. D'un côté, la transparence augmente la prévisibilité et réduit les pertes d'efficacité liées aux activités non coordonnées ; d'un autre côté, l'information publique peut augmenter la probabilité des attaques. En effet, les agents sur-réagissant aux annonces publiques, tout bruit dans l'information publique pourrait coordonner leurs actions loin de la situation justifiée par les fondamentaux économiques. Ainsi, la transparence peut être dangereuse si elle déstabilise une économie en rendant les attaques imprévisibles.

Cette thèse se situe au cœur de cette problématique de questionnement sur les problèmes de coordination et plus particulièrement sur le marché des changes (bien que le raisonnement puisse être étendu à d'autres marchés). Son objet est de traiter de l'origine des défauts de coordination car une telle étude est un préalable indispensable à celle des politiques économiques de transparence aujourd'hui proposées par les Institutions Financières Internationales (IFI). En effet, les questions informationnelles sont au centre de la réflexion menée sur la nouvelle architecture financière internationale.

Les trois sections suivantes visent à apporter un éclairage nouveau sur les diverses questions théoriques et empiriques que nous allons aborder au travers des différentes parties de cette thèse. La première section de cette introduction établit de façon précise le lien entre jeu de coordination et attaque spéculative sur le marché des changes. La deuxième section montre l'intérêt de l'hypothèse d'information incomplète¹. Nous mettons parallèlement en évidence le rôle de la politique économique et plus précisément de la politique de diffusion optimale de l'information. La dernière section décrit la structuration de la recherche et notre contribution à la compréhension des échecs de marché lors des attaques spéculatives ainsi que leurs solutions.

¹ Un jeu en information incomplète ou jeu Bayésien est un jeu dans lequel les joueurs possèdent de l'information privée à propos d'un élément pertinent pour leur prise de décision. Les jeux en information incomplète ne doivent pas être confondus avec les jeux en information imparfaite dans lesquels les joueurs n'observent pas parfaitement les actions des autres joueurs (voir Encadré 4 du Chapitre 2 pour plus de détails). Bien qu'aucun joueur ne connaisse les informations privées des autres, tout joueur aura des croyances sur ce que connaissent les autres.

1) JEU DE COORDINATION ET ATTAQUE SPECULATIVE SUR LE MARCHE DES CHANGES

Une attaque spéculative est une vente massive de monnaie domestique sur le marché des changes, qui traduit une perte de confiance dans la capacité de la banque centrale domestique à échanger chaque unité de monnaie nationale contre son équivalent en monnaie étrangère au taux de change fixe prévalant grâce à son montant de réserves. Les spéculateurs décident d'attaquer ou non un taux de change fixe dont le niveau est défini initialement par la banque centrale. Le coût de la défense de l'ancrage par la banque centrale dépend des fondamentaux économiques et de la proportion de spéculateurs qui attaquent la monnaie. Si la banque centrale a un bénéfice fixe au maintien de l'ancrage, alors pour toute réalisation des fondamentaux, il y aura une masse critique de spéculateurs suffisante pour la contraindre à l'abandon de la parité (au sens où le coût de maintien s'accroît avec l'augmentation du nombre de spéculateurs qui attaquent). Si l'ancrage est abandonné, alors le taux de change va flotter à un niveau qui dépend des fondamentaux. Un spéculateur qui choisit d'attaquer vend court un montant fixé de monnaie. S'il attaque, il doit payer un coût de transaction mais reçoit la différence entre l'ancrage (*peg*) et le taux flottant si l'attaque est réussie et qu'il y a dévaluation.

Les jeux de coordination présentent un certain nombre de caractéristiques qui les prêtent particulièrement bien à l'étude des attaques spéculatives et qui permettent de déduire des implications pour l'économie à un niveau macro-économique. En effet, contrairement à de nombreuses situations stratégiques, les jeux de coordination ne traitent pas seulement de la relation de conflit entre les joueurs. La confiance et les anticipations sont des éléments critiques. En particulier la possibilité de défaut de coordination provenant de croyances auto-réalisatrices pessimistes est observée à l'équilibre. Les inefficiences en résultant sont, en retour, assez intéressantes dans des contextes économiques variés. Ces éléments sont également centraux lors d'une attaque spéculative (*cf.* Morris et Shin [2000] et Cooper [1999]).

L'encadré 1 suivant donne les concepts de base de théorie des jeux sur lesquels nous nous appuyons tout au long de cette introduction et éventuellement dans le cours de la thèse².

ENCADRE 1 - CONCEPTS DE BASE EN THEORIE DES JEUX

Cet encadré repose sur les définitions proposées par Osborne et Rubinstein [1994].

JEU STRATEGIQUE

Un jeu stratégique est un modèle de prise de décision interactive dans lequel chaque preneur de décision choisit son plan d'action une fois pour toutes, et ces choix sont faits simultanément.

Un jeu stratégique consiste en

- un ensemble fini de joueurs N
- pour tout joueur $i \in N$ un ensemble non vide A_i d'actions disponibles
- pour tout joueur $i \in N$ une relation de préférence \succsim_i sur $A = \times_{j \in N} A_j$

Selon une interprétation fréquente, un jeu stratégique est un modèle d'événement qui se produit une seule fois ; chaque joueur connaît le détail du jeu et sait que tous les joueurs sont rationnels ; les joueurs choisissent leurs actions simultanément et indépendamment.

EQUILIBRE DE NASH D'UN JEU STRATEGIQUE

La notion d'équilibre de Nash représente un état stable du jeu stratégique dans lequel chaque joueur fait une anticipation correcte sur le comportement des autres et agit rationnellement (ce concept ne cherche cependant pas à examiner le processus par lequel cet état stable est atteint).

Un équilibre de Nash d'un jeu stratégique $\langle N, (A_i), (\succsim_i) \rangle$ est un profil $a^* \in A$ d'actions ayant pour propriété que pour tout joueur $i \in N$ on a $(a_{-i}^*, a_i^*) \succsim_i (a_{-i}^*, a_i)$ pour tout $a_i \in A_i$. En d'autres termes, aucun joueur ne peut profitablement dévier, étant données les actions des autres joueurs.

FONCTION DE MEILLEURE REPONSE

Pour tout $a_{-i} \in A_{-i}$ définissons $B_i(a_{-i})$ comme l'ensemble des meilleures actions du joueur i étant donnée a_{-i} :

$$B_i(a_{-i}) = \{a_i \in A_i : (a_{-i}, a_i) \succsim_i (a_{-i}, a_i') \text{ pour tout } a_i' \in A_i\}.$$

L'ensemble des valeurs de la fonction B_i est la fonction de meilleure réponse du joueur i . Un équilibre de Nash est un profil a^* d'actions pour lesquelles $a_i^* \in B_i(a_{-i}^*)$ pour tout $i \in N$.

STRATÉGIE MIXTE VS. STRATEGIE PURE

Le jeu $\langle N, (A_i), (\succsim_i) \rangle$ est un jeu stratégique. Nous notons $\Delta(A_i)$ l'ensemble des distributions de probabilité sur A_i et nous nous référons à un élément de $\Delta(A_i)$ comme stratégie mixte du joueur i ; nous supposons que les stratégies mixtes des joueurs sont des aléas indépendants. Nous nous référons parfois à un élément de A_i comme une stratégie pure.

² Nous donnerons régulièrement (lorsque nécessaire) des définitions sous forme d'encadrés dans un but méthodologique, afin de préciser le vocabulaire utilisé.

Pour fixer les idées, prenons un exemple très simple. On considère le jeu suivant avec deux actions et deux joueurs.

		Joueur 1	
		<i>Non attaque</i>	<i>Attaque</i>
Joueur 2	<i>Non attaque</i>	2,2	0,1
	<i>Attaque</i>	1,0	1,1

Les deux joueurs préfèrent jouer la même stratégie que jouer des stratégies différentes. Le jeu possède deux équilibres de Nash (*Non attaque, Non attaque*) et (*Attaque, Attaque*). Les joueurs ont un intérêt mutuel à atteindre l'un de ces deux équilibres, à savoir (*Non attaque, Non attaque*) plutôt que l'autre ; cependant, la notion d'équilibre de Nash ne permet pas d'éliminer la situation dans laquelle le résultat est un équilibre inférieur (*Attaque, Attaque*).

Cette situation est typique de ce qui peut se produire lors d'une attaque spéculative sur le marché des changes (à cela près que lors d'une attaque le nombre de joueurs ne se limite pas à deux). En effet, deux caractéristiques majeures des jeux de coordination se retrouvent aussi lors d'une attaque spéculative, à savoir l'existence d'équilibres multiples Pareto-ordonnés et la présence de complémentarités stratégiques.

- L'EXISTENCE D'ÉQUILIBRES MULTIPLES PARETO-ORDONNÉS

Une économie peut être condamnée à rester en situation d'équilibre inefficace. Bien que les agents économiques comprennent l'inefficacité de ce résultat, chacun, agissant indépendamment, est dans l'incapacité de coordonner les activités des autres agents pour atteindre un équilibre Pareto-préféré³. Dans cette perspective, une crise de change

³ Un équilibre de Pareto est une situation dans laquelle on ne peut pas améliorer la situation d'un des joueurs sans détériorer celle des autres. Il est possible d'ordonner les équilibres de Pareto du plus efficace au moins efficace. Ainsi, on parle d'équilibre « Pareto-supérieur » et d'équilibre « Pareto-inférieur ». L'équilibre le meilleur parmi les équilibres de Pareto est appelé équilibre « Pareto-dominant » et le plus mauvais « Pareto-dominé ».

se produit lorsque l'économie tombe dans la « trappe de l'équilibre de Nash »⁴ avec niveau élevé de vente de monnaie domestique. La multiplicité des équilibres traduit la coexistence d'équilibres Pareto-inférieurs et d'équilibres Pareto-supérieurs. La présence d'un équilibre Pareto-dominé provient de l'incapacité des agents à coordonner leur choix dans un environnement stratégique. On dit que les externalités ne peuvent pas être internalisées par les agents individuels.

- LA PRESENCE DE COMPLEMENTARITES STRATEGIQUES

Les actions des joueurs sont des compléments stratégiques (*strategic complements*), *i.e.* l'augmentation du nombre d'agents qui attaquent crée une incitation pour les autres agents à attaquer. Il s'agit d'un environnement dans lequel les paiements dépendent (de façon positive) des actions des autres agents, et de l'état du monde.

Ainsi, la possibilité d'échecs de coordination elle due à la présence d'équilibres de Nash multiples Pareto-ordonnés. L'occurrence de défauts de coordination dépend de la sélection d'un résultat dans un ensemble d'équilibres de Nash. Si par exemple l'équilibre Pareto-dominant est un point focal naturel, comme le suggèrent Harsanyi et Selten [1988], alors la compréhension des implications macroéconomiques des défauts de coordination devient moins intéressante. En effet, comment expliquer alors l'occurrence d'attaques spéculatives dans des situations non justifiées par les fondamentaux économiques (*cf.* Eichengreen, Rose et Wyplosz [1995]) ? Toutefois, le point de vue selon lequel le résultat Pareto-dominant agit comme un point focal n'est pas validé par l'évidence expérimentale (voir notamment Cooper *et al.* [1992]). Harsanyi et Selten proposent alors un traitement formel de l'incertitude stratégique qu'ils appellent « risque dominance » (*risk dominance*) (et l'appliquent aux jeux avec équilibres Pareto-ordonnés). Intuitivement la « risque dominance » traduit le fait que jouer certaines stratégies d'équilibre est plus risqué qu'en jouer d'autres étant donnée l'incertitude stratégique qui prévaut⁵.

⁴ Il y a des équilibres de Nash car chaque agent agit de façon optimale étant donné le choix des autres.

⁵ Bien qu'Harsanyi et Selten [1988] ne donnent pas d'argument très convaincant au choix de l'équilibre risque-dominant, il appartient à Carlsson et van Damme [1993] de sélectionner cet équilibre grâce à l'introduction d'un jeu en information incomplète (appelé *global game* ; voir Partie 1 pour le détail de cette approche).

Aussi, les jeux de coordination émergent-ils naturellement dès lors que l'on s'intéresse aux questions de coordination lors d'une attaque spéculative sur le marché des changes. Toutefois, la théorie des jeux standards ne permet pas de prévoir sur quel équilibre les agents vont se coordonner et donc ne donne pas la possibilité d'envisager de façon claire les politiques économiques à mettre en œuvre pour répondre à l'occurrence éventuelle de défauts de coordination.

2) L'APPORT DE LA MODELISATION EN INFORMATION INCOMPLETE

Il est commun d'affirmer que les actions sont motivées par les croyances, et donc que les résultats économiques sont influencés par les croyances des individus dans l'économie. En effet, les marchés des changes et financiers sont le siège de dynamiques collectives au cours desquelles les décisions, les anticipations et les représentations des agents se voient transformées sous l'action des autres et du marché. L'importance des croyances d'ordre supérieur dans des situations économiques comme les krachs financiers, les paniques bancaires, et les crises de change devient dès lors évidente. Les *croyances d'ordre supérieur* sont les croyances des joueurs à propos des croyances des autres joueurs, les croyances des joueurs à propos des croyances des autres joueurs à propos des croyances des autres joueurs et ainsi de suite. Des interdépendances complexes lient les investisseurs, l'intensité des influences réciproques qu'elles véhiculent et le rôle central qu'occupe la communication, qu'elle soit privée ou publique, sont frappants. Loin de se comporter comme un ensemble d'individus séparés et indépendants, le marché ressemble plus à une communauté fortement interconnectée.

Pourtant, dans bon nombre d'exemples économiques, il semble exister une indétermination apparente dans les croyances au sens où un ensemble de croyances motive des actions qui conduisent l'économie vers un certain état conforme aux fondamentaux et un autre ensemble de croyances auto-réalisatrices qui conduit à un résultat totalement différent. Dans les deux cas les croyances sont logiquement cohérentes. Cependant, elles ne sont pas déterminées totalement par la description réelle de l'économie.

On peut toutefois douter du fait que les croyances des agents économiques sont indéterminées comme l'impliquent les modèles à équilibres multiples (Morris et Shin [2000]). Comme le paiement d'un joueur dépend des actions des autres et que les actions d'un joueur sont motivées par ses croyances, un joueur se préoccupe nécessairement de l'intervalle des croyances possibles des autres joueurs. Il convient dès lors de s'interroger sur l'origine des difficultés liées aux modèles traditionnels et de remettre en cause les hypothèses fortes qui conduisent à l'indétermination.

- LES DIFFICULTES LIEES AUX MODELES TRADITIONNELS

La littérature relative aux causes des attaques spéculatives et à leur déroulement a connu des développements importants au cours de la dernière décennie, tant sur le plan empirique que théorique. Une caractéristique typique de cette littérature réside dans le contournement du problème de la coordination des spéculateurs. Quand il n'est pas ignoré, le traitement de cette question donne lieu à des équilibres multiples sans expliquer le passage d'un équilibre à un autre de façon endogène. L'indétermination liée à l'existence d'équilibres multiples (c'est à dire la coexistence théorique d'équilibres de crise et de non-crise, se traduisant empiriquement par une imprévisibilité des attaques spéculatives) a pour inconvénient majeur d'évincer toute possibilité pour la politique économique. Pourtant, il est pertinent de pouvoir aller au-delà des équilibres multiples dans les jeux de coordination en économie monétaire et financière. Les équilibres multiples représentent une impasse théorique qui empêche toute analyse d'être poussée plus loin. Cette dernière remarque a son importance : l'objet de notre première partie sera de montrer les progrès accomplis dans ce domaine mais également de souligner les insuffisances persistantes.

- LE ROLE DE L'HYPOTHESE INFORMATIONNELLE

L'hypothèse d'information incomplète permet de rendre compte de façon plus réaliste des crises récentes. Récemment, la théorie des jeux globaux⁶, développée par Carlsson et van Damme [1993] et Morris et Shin [2003a], a fourni une contribution très importante à la question de la coordination des acteurs et à la problématique de la multiplicité des équilibres. La multiplicité des équilibres et l'indétermination liée au

⁶ Une définition précise des jeux globaux sera donnée ultérieurement en Partie 1.

choix de tel ou tel autre équilibre (dans les modèles précédemment évoqués) sont interprétées comme le résultat d'une hypothèse implicite selon laquelle l'état des fondamentaux est de connaissance commune. Une information est de *connaissance commune* si chaque agent connaît cette information et sait avec certitude que les autres la connaissent également, si chaque agent sait que les autres savent qu'il la connaît, et ainsi de suite jusqu'à un niveau infini de « spécularité » ou croyances d'ordre supérieur. Si les joueurs n'ont pas de connaissance commune, mais seulement de l'information privée à propos de la fonction de paiements, les jeux de coordination peuvent avoir un équilibre unique. L'incertitude sur les croyances des autres participants joue un rôle majeur à cet égard. Cette dernière s'avère également cruciale lors d'un épisode spéculatif. En effet, l'incertitude sur l'interprétation des fondamentaux par les autres joueurs, et la stratégie qui en découle, influencent directement la décision des agents de déclencher ou non une attaque spéculative. Ce processus détermine dans une large mesure le comportement coordonné des spéculateurs. Ces modèles aboutissent à la levée de l'indétermination liée aux équilibres multiples, demeurée en suspens dans les précédentes approches. La question de la coordination des acteurs trouve ainsi une réponse plus satisfaisante.

Toutefois, nous verrons que ces modèles présentent des insuffisances. En particulier, il semblerait que ces analyses aillent trop loin dans l'hypothèse selon laquelle l'information est décentralisée parmi des agents atomisés. L'hypothèse principale de ces modèles est de considérer que l'information est essentiellement privée. Or, sur les marchés des changes, l'information est tout particulièrement disponible au public. Cette critique importante se situe au cœur de notre problématique théorique. Nous chercherons dans cette thèse à modéliser de façon plus satisfaisante l'environnement informationnel auquel sont confrontés les acteurs de marché. Nous proposerons en particulier de remettre en cause la stricte dichotomie entre informations publique et privée en répondant au questionnement suivant :

- comment une information publique peut-elle être diffusée de sorte qu'elle devient connaissance commune ?

- l'octroi d'informations annoncées publiquement par la banque centrale ne conduit-il pas nécessairement à la formation de croyances subjectives et donc privées ?
- où se situe la limite entre information publique et privée non seulement d'un point de vue théorique mais aussi pratique ?

Un tel questionnement génère des implications directes en termes de politique économique et le fait de s'éloigner des modèles de référence (traditionnels) conduit à des prescriptions nouvelles. La possibilité d'analyser le rôle de la diffusion d'information est relativement récente. D'une part, la confrontation entre zones à équilibres unique *vs.* multiples permet de déterminer les situations dans lesquelles l'économie est stable *vs.* instable. D'autre part, l'existence d'un équilibre unique dans des jeux de coordination permet d'étudier l'impact de l'information au moyen de la statique comparative. Les implications en termes de politique économique concernent, non seulement les politiques de diffusion de l'information *ex ante*, mais aussi les politiques de gestion des crises de change et des crises financières internationales (*i.e.* pallier l'échec de coordination en temps de crise). En effet, les crises récentes dans les pays émergents ont montré que l'absence de procédures claires de résolution des problèmes de coordination au moment d'une attaque spéculative rend le système monétaire et financier international vulnérable à une variété d'inefficiences et de coûts [Haldane, 1999]. Si ces coûts pèsent sur le pays débiteur de façon évidente, ils peuvent aussi affecter les spéculateurs/ *traders* qui s'imposent mutuellement des externalités négatives en se concurrençant dans le retrait de leurs fonds. Dès lors, il serait dans l'intérêt de l'ensemble des agents de se doter d'un système monétaire et financier international qui minimise ces inefficiences et les dommages causés par cette instabilité.

Contrairement à ce que suggèrent les IFI, l'octroi d'information supplémentaire aux participants du marché ne résout pas le problème. En effet, il est nécessaire d'opérer une distinction entre les problèmes de décision d'une seule personne et les situations d'interaction stratégique. Dans un contexte de pure décision par un agent, une plus grande diffusion d'information est toujours souhaitable ; dans ce cas, la « transparence » est efficace. Cependant, il est loin d'être évident qu'une meilleure information puisse résoudre un problème de coordination. Nous proposons alors des politiques

informationnelles plus appropriées aux situations stratégiques que la transparence pure et simple sur le marché des changes.

3) APPORTS ET STRUCTURATION DE LA THESE

Notre thèse étudie les problèmes de coordination lors d'une attaque spéculative sur le marché des changes et les implications en termes de politique économique qui en découlent, en insistant sur les questions de transparence et plus généralement de politiques informationnelles au sens large.

L'apport de cette recherche est triple.

Premièrement, ce travail fait la synthèse des questions de coordination des acteurs du marché lors des attaques spéculatives (particulièrement) sur le marché des changes ; il s'agit ici de faire apparaître les grandes tendances qui se dégagent dans une littérature en forte expansion, en confrontant les différents types de modèles d'attaque depuis les années 1970 jusqu'aux développements les plus récents envisagés par la théorie des jeux en information incomplète avec la prise en compte des croyances d'ordre supérieur.

Deuxièmement, cette thèse propose une modélisation nouvelle des problèmes de coordination sur les marchés des changes. Deux essais (modèles de coordination) sont présentés. Ils ont pour point commun de s'affranchir de la stricte dichotomie entre information publique et privée sur des marchés où la communication de l'information joue un rôle majeur.

Troisièmement, l'apport est enfin empirique. Une étude expérimentale (la seconde seulement dans cette littérature sur les attaques spéculatives sur le marché des changes) vient compléter les travaux existants.

L'ensemble prend sens dans une volonté de mise en évidence des meilleures stratégies possibles de politique économique et plus particulièrement des politiques informationnelles et de transparence.

Ce travail s'organise en trois parties.

La **Partie 1** présente une revue de la littérature récente concernant la question de la coordination des acteurs lors des crises de change et des crises financières internationales. Jusqu'à une date encore récente, aucune réponse théorique satisfaisante n'avait été apportée à cette interrogation. Nous présentons les problèmes issus des modèles traditionnels de crises de change et financières en termes d'indétermination et de multiplicité des équilibres (Chapitre 1) avant d'envisager les applications des jeux de coordination en information incomplète aux attaques spéculatives et leurs implications en termes de politique économique (Chapitre 2). Nous évoquons enfin les défis auxquels cette nouvelle littérature doit faire face, et plus particulièrement les problèmes liés à la stricte dichotomie entre informations publique et privée.

La **Partie 2** est essentiellement théorique et envisage deux essais de modélisation des phénomènes d'attaque sous forme de jeux de coordination en information incomplète pour tenter de pallier certaines des difficultés précédemment évoquées. Nous donnons les implications en termes de politique économique issues des nouvelles structures informationnelles des deux modèles. D'une part, nous proposons un modèle d'attaque spéculative sur le marché des changes dans un contexte d'informations publiques multiples sous forme de jeu en valeur privée (*Private value game*) (Chapitre 3). L'idée principale est de considérer que diverses informations publiques peuvent être prises en compte différemment par les joueurs, ce qui peut conduire à des appréciations *ex post* différentes (dans la mesure où la précision de ces informations n'est pas de connaissance commune). L'unicité de l'équilibre dépend de deux conditions : un support suffisamment large pour la distribution des signaux publics et une proportion suffisamment importante d'agents qui pensent que l'état fondamental se situe dans les régions « extrêmes ». D'autre part, nous proposons un jeu de concours de beauté (*Beauty contest game*) en p -croyances communes⁷ avec informations publique et privée et dans lequel nous définissons l'information publique comme un signal reçu avec une certaine probabilité par les agents économiques (Chapitre 4). Nous partons du constat selon lequel sur le marché des changes, il existe un conflit entre les décisions

⁷ Le joueur i croit avec la probabilité au moins p que le joueur j croit avec la probabilité au moins p que le joueur k croit avec la probabilité au moins p ... quelque chose.

individuelles et la solution optimale socialement. Tandis que les agents ont un intérêt commun à prendre la même position sur le marché, la coordination en soi n'est pas socialement profitable dans la mesure où elle peut s'éloigner de la solution fondamentale. Dans un tel contexte, nous montrons qu'il existe un degré optimal de diffusion de l'information publique qui peut être implémenté par la banque centrale dans le but de limiter la sur-réaction des agents aux signaux imprécis ou erronés. Les restrictions sur le degré de publicité représentent un meilleur instrument, en vue de prévenir les effets négatifs sur le bien-être liés aux annonces publiques, que les restrictions en termes de précision. Notre principale recommandation en termes de politique économique stipule que, dans un contexte où la banque centrale n'est pas capable de diffuser l'information publique avec le plus grand degré de précision possible, cette dernière devrait favoriser une politique de diffusion partielle plutôt que de dissimuler totalement l'information comme le préconisaient les études antérieures.

La **Partie 3** évalue empiriquement la pertinence du contexte informationnel des jeux d'attaque spéculative. Nous synthétisons et analysons les études empiriques relatives à ce thème (Chapitre 5) avant de proposer une étude expérimentale complétant les études précédentes (Chapitre 6) en envisageant un contexte avec des informations de natures différentes. Nous cherchons à savoir si l'information publique déstabilise effectivement une économie dans une situation où les agents reçoivent par ailleurs des signaux provenant de sources privées. L'évidence expérimentale suggère que le signal public joue un rôle de point focal ce qui contribue à améliorer le bien-être de la banque centrale : sa présence réduit la probabilité de crise et accroît sa prévisibilité. Par conséquent, la leçon de politique économique que nous retirons de cette expérience est la suivante : la banque centrale détient plus de contrôle sur les croyances des *traders* si elle diffuse un signal clair lorsque les agents obtiennent parallèlement de l'information privée.

Nous dégageons les limites de ces études en confrontant théorie et évidence empirique et donnons des pistes de recherche future.