

LA COORDINATION DES SPECULATEURS LORS D'UNE CRISE DE CHANGE : IMPACT DE LA STRUCTURE D'INFORMATION

- Un essai d'Analyse sur les conséquences en termes de Politique Economique -

Camille Cornand – Résumé de la thèse

Prix de thèse de l'Association Française de Sciences Economiques

INTRODUCTION

Au cœur des attaques spéculatives des années 1990 sont apparus de nombreux problèmes de coordination liés à des questions informationnelles complexes. L'atomisation des acteurs sur des marchés de plus en plus décentralisés a conduit à une genre nouveau de crise, des « crises de la coordination », récurrentes et particulièrement coûteuses pour l'ensemble des parties prenantes du système financier. Cette thèse se situe au centre de ce questionnement sur les problèmes de coordination lors des crises sur le marché des changes. 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).

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 a pour inconvénient majeur d'évincer toute possibilité pour la politique économique.

L'hypothèse d'information incomplète permet de pallier ce problème tout en rendant compte de façon plus réaliste des crises récentes. Récemment, la théorie des jeux globaux 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 choix de tel ou tel autre équilibre 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 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.

Toutefois, 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 cherchons dans cette thèse à modéliser de façon plus satisfaisante l'environnement informationnel auquel sont confrontés les acteurs de marché. Nous proposons 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 ne devient pas 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 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.* multiple 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.

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.

L'apport de cette recherche est triple.

La première partie de ce travail fait la synthèse des questions de coordination des acteurs du marché lors des attaques spéculatives sur le marché des changes ; il s'agit 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. Nous évoquons aussi 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 deuxième partie de cette thèse 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. D'autre part, nous proposons un jeu de concours de beauté en *p*-croyances communes 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.

La troisième partie évalue empiriquement la pertinence du contexte informationnel des jeux d'attaque spéculative. Nous synthétisons et analysons les études empiriques relatives à ce thème avant de proposer une étude expérimentale complétant les études précédentes en envisageant un contexte avec des informations de natures différentes. Ceci nous permet de confronter approches théoriques et empiriques.

L'ensemble prend sens dans une volonté de mise en évidence des meilleures stratégies possibles de politique économique. Nous montrons qu'il est nécessaire d'adapter les politiques de diffusion de l'information à un environnement stratégique. La politique informationnelle ne doit pas être unidimensionnelle et se limiter à la transparence pure et simple qui semble n'être appropriée que dans un cadre décisionnel non stratégique. Au contraire, elle devrait tenter de bénéficier de l'existence de trois outils : la précision de l'information diffusée, le nombre de signaux et leur degré de publicité. Nous dégageons les limites de ces études en confrontant théorie et évidence empirique et donnons des pistes de recherche future.

PREMIERE PARTIE :

LA LOGIQUE DU PROBLEME DE LA COORDINATION DES ACTEURS LORS D'UNE ATTAQUE SPECULATIVE : UNE REVUE DE LA LITTERATURE

Cette première partie s'interroge sur les mécanismes de coordination des acteurs au cours d'une attaque spéculative sur le marché des changes dans les modèles existants. Nous mettons en avant les avancées et les insuffisances des différentes générations de modèles d'attaque spéculative à traiter les questions de coordination.

CHAPITRE 1 – MULTIPLICITE DES EQUILIBRES ET INDETERMINATION DANS LES MODELES TRADITIONNELS D'ATTAQUE SPECULATIVE

L'objectif du Chapitre 1 est de faire le point sur les problématiques abordées par la littérature traditionnelle relative aux attaques spéculatives. Il présente la place et souligne l'importance des questions de coordination et de cette nouvelle voie de recherche au sein de la littérature macroéconomique traditionnelle de l'analyse des crises de change. En effet, si le traitement des questions de coordination est tout d'abord ignoré par la littérature (première génération), il se pose par la suite comme une caractéristique majeure des modèles d'attaque spéculative (deuxième génération) sans toutefois endogéniser les causes de la coordination des agents. Or une attaque représente typiquement une coordination sur un équilibre sous-optimal (c'est à dire un échec de coordination).

La mise en évidence des difficultés de la littérature traditionnelle à lever l'indétermination liée aux « taches solaires » représente un point de départ intéressant pour une analyse des attaques spéculatives sous forme de jeu de coordination en information incomplète.

CHAPITRE 2 – L'APPORT DE L'ETUDE EN TERMES DE JEUX GLOBAUX APPLIQUES AUX ATTAQUES SPECULATIVES

Le Chapitre 2 aborde la logique du problème de coordination des spéculateurs lors des crises de change et montre que les attaques spéculatives peuvent être considérées comme des jeux de coordination en information incomplète (jeux globaux en particulier). La théorie des jeux globaux fait ressortir que l'apparente indétermination des croyances des acteurs lors des crises de change et des crises financières internationales (ainsi que la présence d'équilibres multiples) peut être considérée comme la conséquence de deux hypothèses de modélisation introduites pour simplifier la théorie : les fondamentaux économiques sont considérés comme des informations de connaissance commune ; les agents économiques sont supposés être certains à propos du comportement des autres à l'équilibre. Ces hypothèses simplificatrices doivent être remises en cause afin de mieux comprendre le rôle des croyances auto-réalisatrices lors d'une attaque spéculative.

Le modèle de Morris et Shin [1998] a fourni une contribution considérable à l'analyse des attaques spéculatives, non seulement en termes d'unicité de l'équilibre, mais également en ce qui concerne la structure de formation des croyances dans un univers incertain. En effet, si les joueurs n'ont pas de connaissance commune, mais seulement de l'information privée à propos des paiements, les jeux de coordination peuvent avoir un équilibre unique. La question de la coordination des acteurs lors d'une attaque trouve ainsi une réponse plus satisfaisante.

Morris et Shin [2004] ont montré plus récemment que ces mêmes résultats tiennent lorsqu'on introduit, outre l'information privée, de l'information publique dans le modèle, à condition que l'information privée soit relativement plus précise que l'information publique. Metz [2002] et Bannier et Heinemann [2004] ont étudié les conséquences en termes de politique économique de la dualité informationnelle introduite par la théorie et ont montré que les moyens avec lesquels les banques centrales diffusent l'information peuvent influencer la stabilité des marchés financiers. D'une façon générale, l'information publique génère des croyances d'ordre supérieur qui risquent de déclencher des crises auto-réalisatrices. Dans un tel contexte, l'introduction de signaux privés suffisamment précis, en remettant en cause la connaissance commune, est stabilisante.

Ces modèles font toutefois l'objet de critiques, liées notamment à la structure d'information qu'ils proposent : leur évaluation empirique montre une mauvaise connexion entre prédictions théoriques et évidence. Les expériences de laboratoire récentes sur le jeu de l'attaque spéculative avec informations privée et publique [Heinemann, Nagel et Ockenfels, 2002] (HNO ci-après) permettent de rejeter l'hypothèse selon laquelle la prévisibilité des crises est réduite par l'information publique. Ces travaux montrent, au contraire, que le comportement des agents est très similaire dans les deux contextes informationnels, ce qui suggère que l'information publique ne conduit pas nécessairement à la connaissance commune : des différences dans le traitement de l'information publique semblent éviter la connaissance commune et créer des croyances privées suffisantes pour empêcher les équilibres en croyances auto-réalisatrices. En outre, il apparaît que les analyses théoriques envisagent une information relative aux fondamentaux économiques excessivement décentralisée parmi des agents atomisés. En effet, sur le marché des changes l'information est principalement d'origine publique. Les intervenants ont donc largement accès au même ensemble d'information.

Ces critiques sont au cœur de notre analyse théorique. Nous nous concentrerons dès lors sur la remise en cause de la dichotomie entre informations publique et privée.

DEUXIEME PARTIE :

LA REMISE EN CAUSE DE LA STRICTE DICHOTOMIE INFORMATIONS PUBLIQUE VS. PRIVEE : DEUX ESSAIS DE MODELISATION

Cette deuxième partie vise à repenser l'articulation entre informations publique et privée : bien que les informations publique et privée soient généralement strictement distinguées en théorie, l'évidence empirique suggère qu'elles sont de même nature. De façon générale, les modèles de jeux globaux considèrent l'information publique comme une information communément observable par tous les agents, et, *a contrario*, l'information privée comme un signal qui n'est pas partagé par l'ensemble des agents, mais qui est observé privativement (*i.e.* propre à chaque agent). Cette partie cherche à redéfinir ces notions pour tenter de résoudre ce paradoxe. Pour ce faire, nous nous intéressons précisément à deux types de jeux de coordination : jeu avec valeur privée et jeu de concours de beauté, en proposant des applications. Dans les deux modélisations proposées nous obtenons de nouvelles implications en termes de politique économique.

CHAPITRE 3 – ATTAQUE SPECULATIVE ET SOURCES MULTIPLES D'INFORMATIONS PUBLIQUES : EQUILIBRE UNIQUE DANS UN JEU EN VALEUR PRIVEE

Le Chapitre 3 présente un modèle d'attaque spéculative en informations publiques multiples et analyse dans quelle mesure cette caractéristique informationnelle est à même d'éviter les prophéties auto-réalisatrices.

Nous partons du constat selon lequel il existe sur le marché des changes une pluralité de canaux (médias, journaux ou autres canaux informationnels) qui diffusent de l'information publiquement. Tous donnent de l'information sur l'état de l'économie mais de façon plus ou moins précise. Nous supposons que toutes les annonces sont de connaissance commune, mais que les agents ont des croyances à propos des précisions des informations : les informations publiques bruitées sont prises en compte de façon subjective par les agents qui les pondèrent par la précision qu'ils leur attribuent pour former leurs croyances *a posteriori*. Lorsque le nombre d'agents tend vers l'infini, la distribution des croyances *a posteriori* devient connaissance commune. Ce processus transforme le jeu en information privée en un jeu en valeur privée qui possède un équilibre unique dès lors qu'il existe des quantités suffisantes d'agents pour qui « attaquer » ou « ne pas attaquer » représente une stratégie dominante.

En termes de politique économique, nous montrons dans un tel contexte que la banque centrale bénéficie d'au moins deux outils : utilisés de façon appropriée, le nombre et la précision des signaux peuvent représenter un moyen de stabiliser efficacement l'économie dans des situations où celle-ci pourrait éventuellement être soumise à des crises auto-réalisatrices. La fourniture de différentes données spécialisées plutôt qu'une seule annonce permettrait de réduire l'occurrence des prophéties

auto-réalisatrices. Avec un nombre suffisamment élevé de signaux publics, la probabilité qu'une économie soit frappée par une crise auto-réalisatrice peut tendre vers zéro à condition que ceux-ci ne soient pas trop précis.

Toutefois, le défaut majeur de cette approche réside dans le fait qu'il est difficile de distinguer le rôle des éléments purement fondamentaux de celui des croyances. L'existence de zones d'équilibres unique *vs.* multiple ne permet pas une étude suffisamment approfondie du rôle de différentes informations privées sur la probabilité d'attaque. Nous nous concentrerons alors sur un modèle plus simple dans lequel l'équilibre est toujours unique afin de mieux étudier le rôle des différentes informations.

CHAPITRE 4 – DEGRE OPTIMAL DE DIFFUSION DE L'INFORMATION PUBLIQUE DANS LE CADRE D'UN JEU DE CONCOURS DE BEAUTE

Le Chapitre 4 présente un modèle de concours de beauté avec une définition bien particulière de l'information publique reçue et met en évidence l'existence d'une probabilité optimale de diffusion de l'information.

Nous définissons dans ce chapitre l'information publique comme un signal reçu avec une certaine probabilité (identique) par les agents économiques ; les agents reçoivent en outre un signal privé. Ce modèle n'est pas à proprement parler un jeu d'attaque spéculative, mais il nous permet de mettre en évidence une caractéristique majeure des attaques : le fait qu'il existe lors d'une crise de change un conflit entre les décisions individuelles et la décision socialement optimale. En effet, alors que les agents n'ont pas seulement un intérêt à prendre une décision en fonction des fondamentaux économiques mais doivent également considérer un motif de coordination, au niveau social, la coordination de marché effective n'est pas en soi socialement bénéfique dans la mesure où le but de la banque centrale est d'exercer la discipline de marché. Avec de telles définitions de l'utilité individuelle et du bien-être social, les études antérieures [Morris et Shin, 2002] – qui utilisent une définition traditionnelle de l'information publique – montrent qu'il peut être plus pertinent de ne pas diffuser du tout l'information publique du fait de son effet potentiellement dommageable lié à un trop fort potentiel focal. Avec une approche probabiliste, nous montrons que l'information publique devrait toujours être diffusée avec le degré maximal de précision, mais ne devrait pas nécessairement être diffusée à l'ensemble des agents. En effet, le degré limité de publicité réduit les incitations à surpondérer les signaux publics et évite les pertes de bien-être liées à une coordination éloignée de l'optimum social (lorsque les annonces publiques sont imprécises ou erronées).

Notre cadre nous permet ainsi de déduire des résultats de politique économique originaux. La banque centrale dispose de deux outils différents pour conduire la politique économique : la précision de l'information et le niveau de diffusion de l'information. Chacun des instruments est à double tranchant. Une meilleure précision améliore la qualité des décisions privées de ceux qui reçoivent

l'information et une plus grande publicité élargit le nombre de ceux qui vont bénéficier de cette information. Simultanément, les deux instruments renforcent les incitations à la sur-pondération des signaux publics.

Dans la Partie 2, nous avons proposé de combler un vide théorique grâce à deux essais de modélisation remettant en cause la stricte dichotomie entre information publique et information privée. La Partie 3 cherche à donner une évaluation empirique des différents contextes informationnels envisagés.

TROISIEME PARTIE :

INFORMATIONS PUBLIQUE VS. PRIVEE : EVALUATION EMPIRIQUE

Il existe actuellement un débat sur le mode optimal de diffusion de l'information et plus particulièrement sur la politique de transparence au sein de la Communauté Financière Internationale. Cette troisième partie s'intéresse aux modes de diffusion de l'information susceptibles de stabiliser (déstabiliser) l'économie en proposant une synthèse des analyses empiriques existantes et une étude expérimentale visant à compléter ces analyses.

CHAPITRE 5 – LES DIFFERENTES EVALUATIONS EMPIRIQUES DES JEUX DE COORDINATION APPLIQUES AUX ATTAQUES SPECULATIVES

Le Chapitre 5 aborde les différentes évaluations empiriques des jeux de coordination appliqués à la crise de change. L'efficacité pratique de la transparence constitue une des questions majeures, au centre du débat sur la réforme de l'architecture financière internationale. Pourtant, empiriquement, l'impact des informations publique et privée sur la coordination des agents, et plus généralement sur leurs effets en bien-être, a été rarement exploré dans des études économétriques, pas plus que par des expériences de laboratoire. Les travaux relatifs à ce thème sont peu nombreux et extrêmement récents et il n'existe pas d'étude empirique systématique de l'impact de la transparence.

Il s'agit ici de faire le bilan de cette littérature en établissant une synthèse critique des études économétriques sur données réelles et expérimentales. Au regard de ces études empiriques complémentaires, nous constatons que l'efficacité des politiques de transparence (et plus généralement informationnelles) apparaît relativement limitée.

Un bilan critique de l'adéquation prédictions théoriques/ validation empirique montre que même si des progrès considérables ont été accomplis récemment pour tester les phénomènes de coordination lors d'une attaque, un certain nombre de pistes (empiriques) restent encore inexploitées. En particulier, l'impact de l'information publique sur la façon dont les agents se coordonnent en présence de signaux public et privé n'a jamais été analysé alors même qu'il est à la base des travaux théoriques.

CHAPITRE 6 – ATTAQUE SPECULATIVE ET STRUCTURE INFORMATIONNELLE : UNE ETUDE EXPERIMENTALE

Le Chapitre 6 propose de combler le vide empirique précédemment évoqué c'est à dire de tester expérimentalement l'impact de l'information publique lorsque les agents reçoivent des signaux public et privé. Les Parties 1 et 2 ont montré d'un point de vue théorique l'impact prépondérant de l'information publique : l'information publique, en influençant efficacement les décisions des acteurs, coordonne leurs actions. Il y a même un danger provenant du fait qu'elle serait trop efficace. Les agents peuvent sur-réagir à l'information publique et donc amplifier le dommage causé par un bruit.

Nous présentons une expérience sur le jeu de l'attaque spéculative en informations publique et privée et envisageons deux traitements : (i) signaux public et privé simultanés d'une part, (ii) deux signaux publics d'autre part. Les deux hypothèses informationnelles envisagées sont assez naturelles. En effet, sur le marché des changes, les agents économiques peuvent être confrontés à plusieurs types de situations et en particulier peuvent recevoir une seule annonce publique de la banque centrale, tandis qu'ils se forgent leur propre opinion de la situation économique. Ils peuvent également recevoir par exemple deux signaux publics émis par deux membres différents de la banque centrale de façon non coordonnée ou bien diffusés par deux journaux différents.

L'évidence expérimentale suggère que dans les sessions avec à la fois signaux public et privé, le fait que le signal public joue un rôle focal accroît le bien-être de la banque centrale : sa présence réduit la probabilité de crise et augmente sa prévisibilité. En termes de politique économique, la banque centrale a plus de contrôle sur les croyances des *traders* si elle diffuse un seul signal clair lorsque les agents obtiennent de surcroît de l'information privée provenant d'autres sources.

Une comparaison de nos résultats avec ceux de HNO [2002] fournit en outre un test de robustesse de leur résultat : la plupart des conclusions de HNO sont robustes à l'introduction d'un signal public dans leurs traitements à l'exception des conclusions en termes de prévisibilité et de coordination. Si HNO ne soutiennent pas qu'il y ait une grande différence dans le comportement des joueurs lorsqu'ils reçoivent des signaux public *vs.* privé (*i.e.* l'information publique, avec ses équilibres multiples en théorie, n'est pas empiriquement déstabilisante), ils prétendent néanmoins que la prévisibilité des attaques est légèrement meilleure en information publique qu'en information privée. Ici, nous montrons que le même résultat tient lorsque le signal public est augmenté d'une information privée, ce qui met en doute les implications de politique économique de HNO.

CONCLUSION

Notre analyse théorique met en évidence les structures informationnelles qui s'affranchissent de la stricte dichotomie entre information publique d'un côté et information privée de l'autre, tandis que nos études empiriques proposent une évaluation complémentaire des prédictions théoriques.

Nous pouvons dresser un bilan des recommandations en termes de politique économique. La politique informationnelle devrait bénéficier de l'existence d'au moins trois outils :

- **La précision de l'information** (outil maintenant standard) : La précision de l'information publique relativement à l'information privée ne doit pas être trop importante au risque de causer de l'instabilité liée à une sur-réaction des agents aux annonces (donnant potentiellement lieu à des équilibres multiples).
- **Le nombre d'informations** : Nous avons montré que les agents ne sur-réagissent pas toujours à l'information publique : à partir de deux signaux publics dont la précision n'est pas de connaissance commune, les agents ne forment pas toujours des croyances auto-réalisatrices. Le nombre d'informations est essentiel ; en particulier le passage d'un seul signal public à deux permet d'éviter les équilibres en croyances auto-réalisatrices en écartant la connaissance commune s'il est accompagné d'un contrôle approprié de la précision des signaux.
- **Le degré de publicité de l'information** : Dans le cas où il n'existe qu'un seul signal public, la sur-réaction peut aussi être évitée par un degré limité de publicité qui en contrecarre les effets négatifs.

Des interrelations existent entre ces trois outils. Ainsi, le degré de publicité et le nombre d'informations diffusées ne représentent des outils efficaces que dans la mesure où la banque centrale contrôle efficacement le niveau de précision des informations qu'elle diffuse.

Il serait intéressant de poursuivre les études expérimentales sur ce thème, et en particulier : (i) de tester, d'une part, le rôle de la précision relative des signaux ; (ii) et de mesurer, d'autre part, la sur-réaction des agents à l'information publique. Ce type d'étude est séduisant car il permet de contrôler aisément le contexte informationnel des agents. Il ne permet cependant pas d'identifier les diverses catégories d'acteurs qui prennent part au marché ; il paraît donc restrictif de s'y limiter. Il serait dès lors utile de compléter ces études par des analyses sur données réelles qu'il convient de récolter auprès des agents économiques concernés, la difficulté principale étant de distinguer dans des données réelles ce qui relève de l'information publique, d'une part, et de l'information privée, d'autre part.

REFERENCES DU RESUME

- BANNIER C.E., HEINEMANN F. [2004], « Optimal Transparency and Risk Taking to Avoid Currency and Liquidity Crises », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, à paraître.
- HEINEMANN F., NAGEL R., OCKENFELS P. [2002], « Speculative Attacks and Financial Architecture: Experimental Analysis of Coordination Games with Public and Private Information », publié en 2004 sous le titre « The Theory of Global Games on Test: Experimental Analysis of Coordination Games with Public and Private Information », *Econometrica*, vol. 72, p. 1583-1599.
- METZ C.E. [2002], « Private and Public Information in Self-Fulfilling Currency Crises », *Journal of Economics*, vol. 76, n° 1, p. 65-85.
- MORRIS S., SHIN H.S. [1998], « Unique Equilibrium in a Model of Self-fulfilling Currency Attacks », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, juin, p. 587-597.
- MORRIS S., SHIN H.S. [2002], « Social Value of Public Information », *American Economic Review*, vol. 92, n° 5, décembre, p. 1522-1534.
- MORRIS S., SHIN H.S. [2004], « Coordination Risk and the Price of Debt », *European Economic Review*, vol. 48, p. 133-153.