

# Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ?

Benoît Bellone (\*)

Erwan Gautier (\*\*)

Sébastien Le Coent (\*\*\*)

*Depuis les premiers travaux de Burns et Mitchell (1946) sur les cycles, la construction d'indicateurs avancés permettant d'anticiper les retournements conjoncturels n'a cessé de stimuler la recherche appliquée. Ainsi, aux États-Unis, il existe un indice composite des principaux indicateurs avancés qui donne une vision relativement fidèle des fluctuations conjoncturelles à un horizon de prévision de l'ordre de trois à six mois (McGuckin et alii, 2003). Construit de manière séquentielle, il est calculé à partir de données souvent incomplètes et soumis à des révisions significatives. Les conjoncturistes et les marchés ne disposent donc d'un indicateur composite définitif que plusieurs mois après la première publication. Par ailleurs, plus de 60% des pondérations de cet indice sont associés à des variables financières et monétaires telles qu'un spread de taux d'intérêt, l'agrégat monétaire M2, l'indice boursier S&P 500. De même, Bellone et Saint-Martin (2003) et Bellone (2006) s'intéressant à l'horizon prédictif d'un grand nombre d'indicateurs conjoncturels américains concluent qu'en dehors des séries financières, l'horizon offert par les données d'enquêtes et les statistiques macroéconomiques ne va pas au-delà d'un trimestre. Elles se révèlent donc davantage comme des indicateurs coïncidents ou faiblement avancés. Sur les marchés d'actifs, chaque publication économique est interprétée et analysée en termes d'information nouvelle, pour être incorporée aux anticipations des agents qui modifient leurs positions. Si l'on retient l'hypothèse d'efficacité des marchés, ces anticipations sont théoriquement reflétées par la dynamique des prix d'actifs. Ces séries pourraient donc fournir de bons indicateurs avancés des évolutions futures des variables de la sphère réelle.*

*Dans quelle mesure les marchés financiers, aux États-Unis, permettent-ils d'anticiper les retournements conjoncturels ? Par ailleurs, s'il peut être pertinent de construire un indicateur avancé mensuel à l'aide de variables financières, dans quelle mesure le conjoncturiste peut-il s'y fier ? Les marchés se trompent-ils souvent ?*

*Une littérature riche conclut sur un pouvoir prédictif significatif des prix d'actifs quant à l'activité future. Cependant, comme le soulignent Stock et Watson (2003) ou Chauvet et Potter (2002), ces relations se caractérisent par une forte instabilité, difficile à contourner dans le cadre de modèles linéaires. Ceci limite d'autant leur utilisation à des fins conjoncturelles. Des*

(\*) OCDE. Au moment de la rédaction de cet article, Benoît Bellone appartenait à la Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique.

(\*\*) Banque de France - Service de Recherche en Économie et Finance, GRECSTA.

(\*\*\*) Université Paris I Panthéon-Sorbonne, EUREQUA.

E-mail : benoit.bellone@oecd.org

Nos remerciements vont particulièrement à Fabrice Lengart pour son aide et ses conseils, à Frédérique Bec pour ses encouragements ainsi qu'à Caroline Jardet et à deux rapporteurs anonymes pour leurs remarques et suggestions. Cet article, présenté en séminaire de recherche de la Banque de France en juin 2005, s'appuie pour partie sur les résultats d'un groupe de travail de troisième année de l'ENSAE : "Les marchés financiers anticipent-t-ils les retournements conjoncturels ?" réalisé entre octobre 2003 et mai 2004. Les programmes utilisés dans cet article ont été respectivement développés par E. Gautier et S. Le Coent pour la section 2, B. Bellone avec la librairie multivariée MSVARlib 2.0, disponible sur le site <http://bellone.ensae.net>, pour la section 3 (Bellone, 2005), adaptés à partir de programmes Gauss fournis par Fabrice Lengart pour la section 4.

modèles fondés sur une approche probabiliste de détection des points de retournement peuvent alors apparaître comme un recours (Chauvet, 1999). Le principal apport de cet article est de construire, à l'aide de deux modèles à changements de régimes markoviens multivariés un indicateur financier capable de détecter les retournements conjoncturels. Le premier modèle de type "quantitatif", inspiré des travaux de Krolzig (1997) sur le MS-VAR, permet d'étendre les travaux de Hamilton (1989) dans un cadre multivarié et ainsi de tenir compte d'une information quantitative plus riche pour en déduire un indicateur conjoncturel. Le deuxième modèle de type "qualitatif" inspiré des travaux de Gregoir et Lengart (2000) fournit un cadre d'étude multivarié original puisqu'il permet de construire un indicateur à partir d'un codage qualitatif de l'information fournie par les innovations conjoncturelles.

La première partie de l'article propose une analyse univariée des séries financières et de leur positionnement dans le cycle ; en suivant Sichel (1994), nous justifions aussi une analyse du cycle selon trois régimes de croissance distincts alors que les indicateurs de retournement conjoncturel de la littérature proposent le plus souvent une analyse du cycle selon deux régimes (croissance versus récession). Dans la continuité des travaux de représentation du cycle économique par des modèles "quantitatifs", un indicateur financier de retournement conjoncturel est construit à partir d'un modèle MS-VAR à trois états. Dans une dernière partie, nous proposons d'utiliser une modélisation "qualitative" originale pour construire un indicateur financier concurrent et en analyser les performances prédictives.

La modélisation MS-VAR permet de mettre en évidence un changement significatif des anticipations formées sur les marchés financiers. Cette caractérisation complète des signaux provenant des marchés montre que les indications tirées de la sphère financière sur l'évolution du cycle réel se sont sensiblement érodées au cours des quinze dernières années. Cependant, le travail du conjoncturiste consiste peut-être moins à anticiper l'ampleur des fluctuations conjoncturelles que de comprendre si l'information nouvelle suggère une baisse ou une hausse de l'activité future. L'approche qualitative du modèle de Gregoir et Lengart (2000) fournit alors une grille de lecture précise du sens des anticipations et de leurs conséquences sur l'activité. Cet indicateur permet ainsi de conclure que les variables financières conservent une capacité d'anticipation de l'ordre de un à deux trimestres sur l'ensemble de la période 1960-2003. L'indicateur probabiliste de Gregoir-Lengart se révèle robuste en produisant peu de faux signaux et fournit deux grilles de lecture en temps réel, coïncidente et avancée, du cycle de croissance Outre-Atlantique.

Les méthodes mises en œuvre dans cet article permettent de construire des indicateurs qualitatifs utiles pour le conjoncturiste pour son diagnostic et son analyse du scénario macroéconomique de court terme. Il serait sans doute possible d'utiliser ces indicateurs dans une perspective prévisionnelle quantitative simple afin de mesurer l'activité à venir. La constitution de bases de données en temps réel pourrait aussi permettre de mieux évaluer le comportement des indicateurs (notamment réels) à mesure des différentes révisions des séries macroéconomiques. D'autres pistes de recherche complémentaires peuvent être aussi envisagées. Ainsi, la modélisation initiée par Krolzig (1997), très flexible, peut se prêter à de nombreux enrichissements. Il serait intéressant par exemple de modéliser un processus comportant des variables réelles et financières afin de tester formellement l'avance des secondes sur les premières. Enfin, une approche bayésienne pourrait sans doute enrichir encore d'avantage les représentations du cycle obtenues et permettrait d'incorporer des a priori sur la forme de certains processus.