

LE POINT DE VUE DE
CHRISTOPHE BOUCHER

Alan Greenspan et l'illusion nominale

Le « modèle de la Fed » est devenu un outil couramment employé outre-Atlantique pour juger de la juste valeur des actions. L'application de ce modèle semble maintenant se diffuser à l'ensemble des marchés actions internationaux. Il compare simplement le rendement en bénéfices des actions (le ratio bénéfice-cours) à celui des obligations à 10 ans du gouverne-

ment. Lorsque ce ratio est inférieur (supérieur) au rendement des obligations, le marché est considéré comme surévalué (sous-évalué). Traditionnellement, les méthodes utilisées pour évaluer la « cherté » des actions consistent à comparer les ratios de valorisation tels que le PER à une valeur absolue. Dans ce modèle, la valeur de référence est liée au contraire à un autre prix d'actif, celui du marché obligataire. Il est donc supposé implicitement que l'arbitrage entre actions et obligations s'opère sur la base du rendement en bénéfices des actions et non sur son rendement total espéré. Le « modèle de la Fed » fait donc peu de cas de la croissance

anticipée des bénéfiques ou des dividendes et de la prime de risque espérée pour un investissement en actions.

La Réserve fédérale n'a d'ailleurs jamais cautionné le dit « modèle de la Fed ». Elle n'a cherché qu'à tester dans un document de travail le pouvoir prédictif d'une théorie assez ancienne et bien connue, formulée par Benjamin Graham et David Dodd au début des années 1930, qui présume une relation linéaire entre le ratio bénéfice-cours et le rendement des obligations. C'est en fait Alan Greenspan qui fait implicitement référence à un modèle de valorisation de ce type devant la Commission bancaire du Sénat en juillet 1997. Son allocution fait suite à sa mise en garde contre l'« *exubérance irrationnelle* » des marchés quelques mois plus tôt, alors que l'indice S&P 500 enregistrait une croissance annualisée de 25 % sur vingt-quatre mois et que son PER atteignait ses plus hauts niveaux historiques de l'époque.

Bien qu'appliqué par de nombreux stratégies parmi les plus in-

fluents, ce modèle souffre de deux difficultés majeures. En premier lieu, il compare un indicateur réel à un indicateur nominal (le rendement des obligations), témoignant ainsi d'une illusion nominale de la part de ses protagonistes. En second lieu, les études empiriques montrent que ce modèle a pu décrire l'évolution de la valorisation des actions aux États-Unis seulement sur une période réduite de l'histoire financière (depuis la fin des années 1960) et de manière tout à fait approximative. Dans des conditions réelles d'investissement – en utilisant uniquement l'information disponible au moment de la formation de la prévision, un investisseur obtient de meilleures prévisions avec des modèles « naïfs » qui supposent soit que le rendement est constant, soit que le rendement futur est le même que celui constaté aujourd'hui.

Dans ces conditions, pourquoi Alan Greenspan a-t-il suggéré un tel modèle de valorisation ? Son intervention est, en fait, tout à fait cohérente avec certains développements récents de la finance comportementale. Dilip Abreu et Markus Brunnermeier, de l'université de Princeton, ont élaboré un modèle dans lequel les bulles spéculatives persistent en raison d'un problème de coordination entre les agents informés lié à la diversité des stratégies de spéculation qu'ils utilisent. Le résultat fondamental de leur modèle est que le risque de synchronisation, c'est-à-dire l'incertitude pour

chaque arbitragiste concernant la temporalité de l'intervention des autres arbitragistes, les pousse à retarder leur opération d'arbitrage et permet à la bulle de se maintenir jusqu'à ce qu'un nombre suffisant d'investisseurs liquident leurs positions. Plusieurs travaux empiriques récents ont d'ailleurs montré que les investisseurs institutionnels supposés détenir davantage d'informations que les investisseurs individuels, ont plutôt « joué » la bulle technologique (« *ride the bubble* ») sur le Nasdaq à la fin de la décennie 1990 que pris des positions contraires telles que la théorie des marchés efficients l'avance.

Ainsi, alors qu'il suspectait le développement d'une bulle spéculative sur les marchés actions aux États-Unis, Alan Greenspan a vraisemblablement voulu envoyer un signal public permettant de coordonner l'arbitrage des investisseurs et les positions contraires. Son succès est toutefois relatif. Si ce modèle de valorisation semble s'être diffusé au point d'être appliqué aujourd'hui sur les marchés actions internationaux, après l'allocution du président de la Fed en 1997, l'indice S&P 500 a continué sa progression de 17 % en moyenne par an pendant trente-deux mois. Pis, Alan Greenspan a contribué à diffuser un biais cognitif – l'illusion nominale – auprès des analystes et des investisseurs.

CHRISTOPHE BOUCHER
est chercheur à l'ESG
et à l'université Paris-XIII.