

## ANALYSES

La chute des marchés actions en février PAR CHRISTOPHE BOUCHER (\*)

# Le mini-krach d'Alan Greenspan

Les propos de l'ex-président de la Réserve fédérale américaine (Fed) sur le risque de récession aux États-Unis ont perturbé les marchés. L'appétit pour le risque des investisseurs a fortement chuté en quelques jours.

Plusieurs observateurs ont noté que les indices boursiers tendaient à chuter immédiatement avant et pendant les récessions. Il est donc tentant d'attribuer la correction des marchés actions opérée fin février aux déclarations ambiguës de l'ancien gouverneur de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, concernant le risque de récession aux États-Unis. « Probable », l'entrée en récession des États-Unis ne devenait plus que « possible » trois jours plus tard selon le maestro. Sans doute pour rassurer les marchés, Alan Greenspan jugeait ainsi que le risque de récession ne devenait plus « probabilisable » au cours de la semaine et relevait de l'incertitude radicale.

La logorrhée « greenspanienne » obligea tout de même Ben Bernanke à se prononcer sur les prévisions de croissance pour cette année. Alan Greenspan ne put s'empêcher de surenchérir quelques jours plus tard et estimait la probabilité d'une récession de l'économie américaine à un tiers.

**Propos abscons.** L'explication ad hoc des fluctuations des prix d'actifs s'avère un exercice périlleux – surtout lorsqu'il s'agit de les rattacher à des propos abscons d'un gouverneur en retraite –, mais il peut être intéressant de revenir sur la relation qu'entretiennent les prix d'actifs, leur volatilité et le déroulement du cycle d'activité. En théorie, le prix d'un actif est égal à la somme des dividendes futurs actualisés. La récente correction des marchés actions pourrait simplement s'expliquer par la révision à la baisse des anticipations de dividendes futurs liée aux propos tenus par l'ancien gouverneur de la Réserve fédérale. Toutefois, de nombreuses études académiques ont montré que l'ampleur des fluctuations cycliques des dividendes versés par les sociétés est trop modeste pour expliquer les larges mouvements des cours boursiers.

Certains auteurs ont donc suggéré que de tels mouvements des cours pouvaient être accompagnés par des changements dans l'attitude des investisseurs vis-à-vis du risque. John Campbell et John Cochrane, respectivement professeur à l'université de Harvard et de Chicago, ont forma-



lisé cette idée. Lorsque l'économie entre en récession, les investisseurs se retrouvent avec moins de ressources pour maintenir leur niveau de vie et sont donc moins disposés à prendre des risques. À quantité de risque constante, la prime de risque espérée par les investisseurs tend donc à augmenter. Cette prime de risque, rappelons-le, est la rentabilité supplémentaire que les investisseurs espèrent percevoir pour acheter des actions plutôt que des bons du Trésor ou des obligations d'État pas ou faiblement risqués. Elle est la compensation attendue par un investisseur pour rémunérer le risque propre aux investissements en action.

**DE « PROBABLE », L'ENTRÉE EN RÉCESSION DES ÉTATS-UNIS NE DEVENAIT PLUS QUE « POSSIBLE » TROIS JOURS PLUS TARD.**

Ainsi les cours boursiers chutent lors des récessions en raison de l'augmentation du taux d'actualisation des dividendes qui résulte de l'augmentation de la prime de risque. Martin Lettau du National Bureau of Economic Research (NBER) et Sydney Ludvigson de l'université de New York apportent quelques éléments empiriques pour étayer cette explication. Ils calculent la volatilité anticipée par les investisseurs, qui mesure l'ampleur et la fréquence des fluctuations d'un indice boursier représentatif afin de quantifier le risque de marché. Lorsque les investisseurs anticipent une hausse de la volatilité des actions, ceux-ci réduisent leurs détentions d'actifs risqués car les chances de subir des pertes de capital augmentent.

Les investisseurs détiendront donc toujours le même montant d'actions seulement si la prime de risque a augmenté pour rémunérer ce risque supplémentaire. Les auteurs utilisent ainsi le ratio prime de risque espérée/volatilité espérée – dénommé communément ratio de Sharpe – comme mesure de la tolérance pour le risque des actionnaires.

**Renversement.** Pour un niveau donné de la volatilité anticipée des cours, les investisseurs demandent une prime de risque plus élevée et ainsi un ratio de Sharpe plus grand s'ils deviennent plus avertis au risque. Or, aux États-Unis, depuis cinquante-deux ans, le ratio de Sharpe a fortement augmenté avant et pendant les récessions identifiées par le NBER. Ce phénomène apparaît cohérent avec l'idée que les investisseurs deviennent davantage avertis au risque et réclament ainsi des primes de risque plus importantes pour détenir des actions lors des récessions.

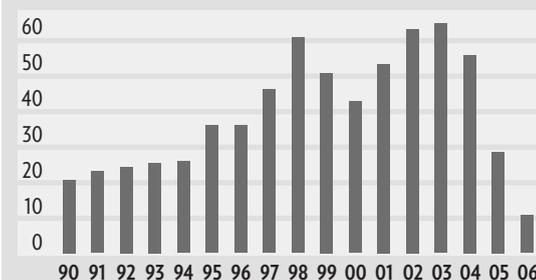
La forte révision à la baisse du produit intérieur brut américain au dernier trimestre 2006 et les récentes mises en garde d'Alan Greenspan concernant la possibilité d'une entrée en récession d'ici à la fin 2007 ont donc vraisemblablement renversé les anticipations des marchés concernant la pérennité de la croissance aux États-Unis. L'appétit pour le risque des investisseurs a d'ailleurs fortement baissé en quelques jours. Telle une rock star, Alan Greenspan a donc du mal malgré lui à retrouver l'anonymat. Espérons que Ben Bernanke saura faire oublier l'ex-idole des marchés.

(\*) *Économiste-stratégiste chez Asset Allocation Advisor (ABN-AMRO Group), enseignant-chercheur à l'École supérieure de gestion.*

La chronique des taux  
PAR MAURICE DE BOISSÉSON (\*)

## Le risque-pays a pris une autre forme

LES ENCOURS DE CRÉDITS DU FMI DEPUIS 1990  
En milliards de DTS (droits de tirage spéciaux)



Les États-Unis empruntent, les pays émergents financent. Ces derniers améliorent leur situation financière, remboursent leur dette, comme le montre par exemple la chute des encours de crédit du FMI depuis 2003 (voir graphique) et accumulent les avoirs. Le risque-pays diminue donc. Chez l'agence de notation Moody's, sur les 35 principaux pays émergents, 25 ont vu leur note de crédit s'améliorer depuis 1999, 6 rester stable et seulement 4 se dégrader (Liban, Argentine, Uruguay et Philippines). Les pays émergents ont profité de la hausse des matières premières et de la mondialisation de

l'industrie, et leur épargne est abondante. De ce côté-là, la situation est bonne. Pour autant, la note du pays emprunteur, les États-Unis, reste au niveau le plus élevé. Pour M. Cailleteau, économiste chez Moody's, cela vient de ce que la dette extérieure américaine est en dollar, qu'elle est encore faible par rapport à la richesse du pays et que les

flux de capitaux sont si puissants qu'il n'y a pas de risque d'assèchement de la liquidité. Par définition, il n'y a pas aux États-Unis de problème d'accès aux devises fortes, puisque le dollar en est une. La dette extérieure d'un pays développé comme les États-Unis n'est pas autre chose que l'agrégation des positions de change de multiples agents privés (ménages, entreprises, fonds de pension, banques, etc.) et la notion de risque-pays, essentielle pour les pays émergents, n'est pas pertinente pour les pays développés, conclut M. Cailleteau. Tout cela signifie que le risque global (qui n'a probablement pas diminué) se situe maintenant au niveau des agents économiques endettés. Il est symptomatique que les grandes crises qui étaient naguère celles de la dette de la Russie, de l'Indonésie ou de l'Argentine, portent maintenant sur la dette hypothécaire des ménages et sur les engagements de retraite des compagnies industrielles (un engagement de retraite est une forme de dette). L'affaiblissement de l'économie américaine, qui se manifeste par une balance des paiements déficitaire, va se traduire par une récession et de nombreuses faillites individuelles. Ce qui est une autre forme de risque-pays.

(\*) *Directeur de la recherche chez Octo Finances.*

### Retrouvez nos chroniques

**Lundi** : « La volatilité », par Laurent Roussel (Exane Derivatives)

**Mardi** : « Les taux », par Maurice de Boisséson (Octo Finances)

**Mercredi** : « Pris sur le vif », par Robert Jules (« La Tribune »)

**Jedi** : « Le consensus », par Jean-Luc Buchalet (Pythagore)

**Vendredi** : « Le « Contrarian » », par Marc Fiorentino (Euroland Finance)