

V. ÉVOLUTION RÉCENTE DES MARCHÉS D' ACTIONS ET SES CONSÉQUENCES

A partir de la mi-juillet, les marchés d'actions de la plupart des économies de l'OCDE ont amorcé un mouvement de repli et dès le début d'octobre ils avaient chuté de 20 à 35 pour cent. Des sommets historiques venaient d'être atteints ou l'avaient été peu de temps auparavant, la principale exception, parmi les grandes économies de l'OCDE, étant le Japon où les cours se situaient déjà à un bas niveau après l'ajustement prolongé consécutif à l'effondrement de la bulle financière. Les baisses qui se sont produites sont remarquables à la fois par leur ampleur et par leur simultanéité dans toutes les grandes économies. Depuis, ces marchés ont effacé une grande partie de leurs pertes, et apparaissent encore une fois surévalués au vu d'un certain nombre d'indicateurs. Après avoir examiné la contraction du troisième trimestre au regard des baisses comparables survenues dans le passé, ce chapitre propose un certain nombre de critères pour évaluer le niveau actuel des cours des actions et analyse les conséquences des baisses des prix des actions en général pour l'activité économique dans la zone de l'OCDE.

Quelques caractéristiques des baisses survenues sur les marchés au troisième trimestre

Les sommets atteints par divers marchés d'actions au milieu du mois de juillet avaient été précédés par une série d'augmentations remontant au début des années 80, seulement interrompue, dans la plupart des cas, par de brefs mouvements de repli. Il y avait de bonnes raisons de penser que cette tendance longue observée sur différents marchés représentait une réponse à l'amélioration des paramètres économiques fondamentaux, et notamment à la décreue de l'inflation (Blanchard, 1993) ; cependant, à la fin des années 90, nombre de ces marchés avaient apparemment atteint des niveaux difficilement explicables de façon rationnelle. Cette évolution semble avoir été motivée en partie par une extrapolation de la tendance des bénéfices alors favorable, ainsi que par un plus grand laxisme des investisseurs à l'égard des risques. Les contractions survenues au troisième trimestre ont résulté apparemment d'une révision à la baisse des prévisions de résultats des entreprises et d'une réévaluation par les investisseurs des risques inhérents aux marchés d'actions. Ce revirement semble avoir été provoqué en grande partie par l'extension et l'aggravation des problèmes financiers dans les économies émergentes.

Les cours des actions ont baissé...

La correction des marchés d'actions est un phénomène récurrent dans toutes les grandes économies, mais il est relativement rare qu'elle se produise simultanément dans la majorité des pays du G-7. Si l'on se fonde sur trois critères spécifiques¹, concernant les variations trimestrielles des principaux indices boursiers, une telle situation ne s'est présentée qu'à quatre reprises depuis les années 70 : *i*) lors de la récession qui a suivi le premier choc pétrolier ; *ii*) pendant la période de « stagflation », vers 1981 ; *iii*) au moment du krach d'octobre 1987 et *iv*) en 1990, lorsque la crise consécutive à l'unification en Allemagne et l'effondrement de la bulle financière au Japon se sont répercutés sur les marchés d'actions au cours du même trimestre. Pour le nombre d'économies concernées, c'est au premier et au troisième cas que la situation actuelle s'apparente le plus.

... dans toutes les grandes économies

1. A savoir : les reculs trimestriels supérieurs à deux fois l'écart type, des reculs semestriels supérieurs à trois fois l'écart type et des baisses des cours réels supérieurs à deux fois l'écart type sur quatre trimestres.

La chute actuelle des prix des actions se distingue des situations précédentes sur deux autres points importants :

Les actions des établissements financiers ont été particulièrement touchées...

– Les actions des banques et des établissements financiers ont subi une forte décote presque partout. Certes, les valeurs bancaires sont souvent plus soumises à la conjoncture que la moyenne des actions – en raison de la sensibilité des portefeuilles de prêts à l'activité des entreprises, à quoi s'ajoutent les participations que les banques détiennent dans la plupart des pays. Mais d'autres facteurs semblent être entrés en jeu : *i*) les incertitudes concernant les risques bancaires sur les marchés émergents ; *ii*) les engagements considérables, révélés récemment, de certaines banques vis-à-vis d'emprunteurs fortement endettés, comme le Long-Term Capital Management et d'autres fonds, et *iii*) la crise financière non résolue au Japon.

... et l'instabilité générale s'est accentuée et demeure forte

– Les principaux marchés d'actions sont devenus anormalement volatils. Les fluctuations quotidiennes des cours des actions – qui donnent une idée de l'instabilité générale du marché boursier – atteignent depuis le début du mois de juillet des pourcentages élevés par rapport aux trois décennies précédentes, et la variabilité mensuelle n'a jamais été aussi forte depuis le krach de 1987. Par ailleurs, leur instabilité implicite (calculée sur la base des prix des options) a bondi au troisième trimestre de 1998 jusqu'à des niveaux que seul le Japon avait connus ces dernières années (graphique V.1). Les investisseurs ont réagi par des transferts de fonds massifs sur les diverses obligations d'État, aussi les rendements à long terme sont tombés à des niveaux sans précédent dans certains cas (phénomène de la recherche de « valeurs-refuges »).

La hausse du prix du risque (qu'implique le creusement de l'écart de taux d'intérêt entre les obligations de sociétés et les obligations d'État), l'instabilité accrue et les signes de faiblesse dans le secteur bancaire de certains pays sont autant de facteurs défavorables qui viennent peser sur les perspectives économiques. Une recrudescence des pressions à la baisse sur les prix des actions observées au troisième trimestre pourrait en accentuer les effets.

Les cours des actions dans une perspective historique

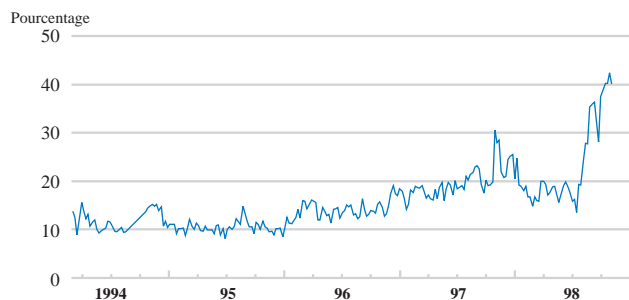
Les ratios actuels s'écartent des normes observées dans le passé

Il est très difficile de déterminer quel est le niveau de prix « approprié » d'une action. Au mieux, on ne peut qu'établir une fourchette d'estimations. A titre de première approximation, les niveaux du ratio dividendes/cours (taux de rendement des actions) et du ratio cours/bénéfices (coefficient de capitalisation des bénéfices), qui sont couramment utilisés pour les évaluations boursières, peuvent être comparés aux niveaux enregistrés dans le passé (tableau V.1). De ce point de vue, les taux de rendement des actions (début octobre) étaient encore inférieurs aux normes observées au cours des 35 années précédentes dans la plupart des économies, à l'exception du Royaume-Uni, en dépit des baisses des cours qui avaient été enregistrées. Cela est vrai même si l'on compare les taux de rendement d'octobre à ceux des années 60, période où l'inflation était à peu près aussi faible. En revanche, les coefficients de capitalisation des bénéfices, bien qu'élevés, s'écartent moins de leurs valeurs passées, en partie à cause de la très forte progression antérieure des bénéfices dans un certain nombre de pays.

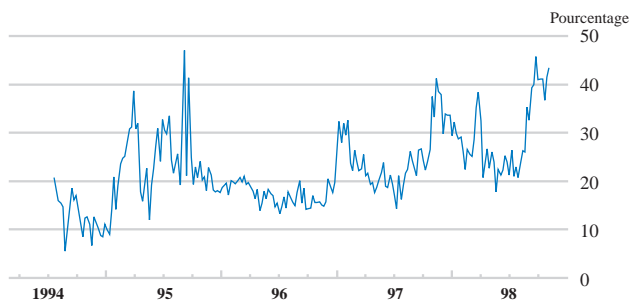
Au cours de la dernière décennie, le ratio dividendes/bénéfices (ratio de distribution) a baissé dans plusieurs pays. On peut penser que les entreprises ont modifié le mode d'allocation des bénéfices – préférant les réinvestir afin d'engendrer des

Graphique V.1. Volatilité implicite des cours des actions¹

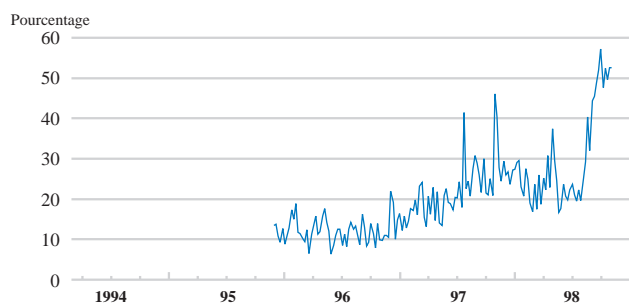
États-Unis : S&P 500



Japon : Nikkei 225



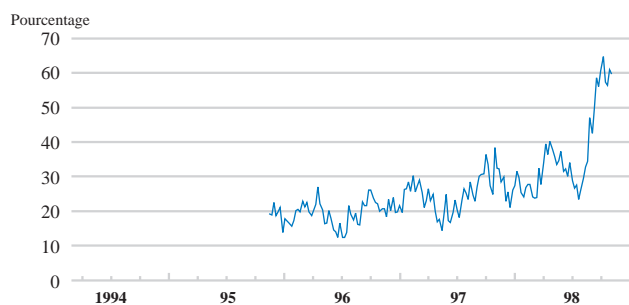
Allemagne : DAX



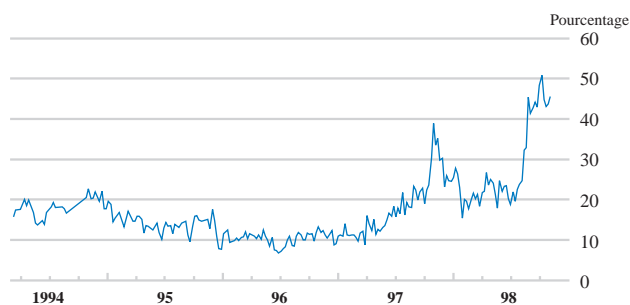
France : CAC 40



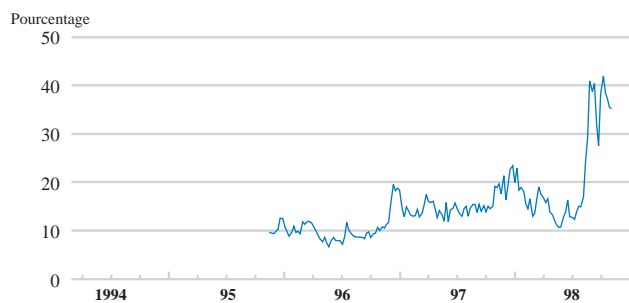
Italie : MIB 30



Royaume-Uni : FTSE 100



Canada : TSE 35



1. La volatilité implicite, que l'on peut interpréter comme l'anticipation par le marché du degré de volatilité future, est calculée sur la base des prix des options d'achat au moyen de la formule de Black-Sholes.

L'échelle est différente selon les pays.

Source : Bloomberg.

— Tableau V.1. Indicateurs du marché des actions dans les pays du G-7^a —

	Ensemble de la période	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97	T2 1998	Oct. 1998	Nov. 1998
États-Unis								
D/P	3.6	3.2	4.0	4.2	2.8	1.4	1.6	1.4
P/E	15.2	17.8	12.3	12.2	19.6	26.6	24.0	28.6
Japon								
D/P	2.2	4.4	2.3	1.1	0.8	1.2	1.2	1.0
P/E ^b	27.6	n.d.	13.9	22.7	41.4	115.5	n.d.	220.6
Allemagne								
D/P	3.0	n.d.	4.0	3.0	2.1	1.3	1.7	1.9
P/E ^c	14.0	n.d.	12.7	13.2	16.1	22.9	17.7	26.8
France								
D/P	4.2	n.d.	4.9	4.5	3.3	2.2	3.0	2.3
P/E ^c	11.8	n.d.	12.5	10.4	13.1	19.8	14.7	21.0
Italie								
D/P	3.0	n.d.	4.0	2.3	2.9	1.3	2.3	1.3
P/E ^c	16.9	n.d.	n.d.	15.6	17.4	30.6	19.6	43.6
Royaume-Uni								
D/P ^c	4.8	4.7	5.3	4.7	4.2	2.8	3.8	3.4
P/E ^c	11.4	14.6	9.8	9.4	13.2	18.4	21.9	23.9
Canada								
D/P	3.4	3.2	3.9	3.6	2.7	1.4	1.9	1.7
P/E	20.3	17.4	11.6	14.3	42.9	33.6	22.3	23.5

a) D/P = ratio dividendes/cours (taux de rendement des actions) ; P/E = ratio cours/bénéfice (coefficient de capitalisation des bénéfices).

b) Le coefficient de capitalisation des bénéfices est ajusté de manière à tenir compte des participations croisées entre entreprises. Les premières données disponibles datent de 1976.

c) Pour l'Allemagne et la France, les premières données disponibles datent de 1974, pour l'Italie, de 1986 et pour le Royaume-Uni, de 1963.

Source : OCDE, Bloomberg et Salomon Smith Barney.

plus-values, moins imposées que les dividendes qu'elles auraient versés². Le niveau exceptionnellement élevé des cours pourrait en partie se justifier ainsi, tant que les bénéfices continuent de progresser. D'un autre côté, on peut considérer que les entreprises ne versent pas des dividendes plus élevés parce qu'elles estiment que la hausse de leurs bénéfices tient à des facteurs conjoncturels et ne sera donc pas durable.

Les mesures qui accroissent les rôles du risque et de la croissance des bénéfices...

Une autre méthode d'évaluation des cours des actions, donnant plus de poids à la durabilité de la hausse des bénéfices et aux risques tels qu'ils sont perçus par les investisseurs, s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle, dans une situation d'équilibre à long terme, le taux de rendement des actions est directement lié aux niveaux d'équilibre du taux d'intérêt réel hors risque et de la prime de risque sur les actions, diminué de la croissance des dividendes réels³. Si l'on admet par hypothèse que les dividendes sont une fraction constante des bénéfices en situation d'équilibre, le taux de croissance à long terme des bénéfices réels sera identique à celui des dividendes réels. La prime de risque sur les actions correspond au rendement additionnel (au-delà du taux d'intérêt réel hors risque) demandé par les investisseurs pour acheter des actions, compte tenu des risques que celles-ci présentent.

2. Cependant, Cole *et al.* (1996), après avoir ajusté les données relatives aux États-Unis pour tenir compte de cet effet, observent un taux de rendement des actions qui est encore faible.

3. Cette expression s'écrit $D/P = r + \sigma - g$ où D/P représente le taux de rendement des actions, r le taux d'intérêt réel, σ la prime de risque et g le taux de croissance des dividendes réels. Il s'agit là d'une variante de la formule de Gordon (voir Myron Gordon (1962), *Investment Financing and Valuation of the Corporation*, Homewood, III). Cette expression peut être réécrite de manière à faire apparaître les déterminants du ratio de capitalisation des bénéfices (P/E) en posant l'hypothèse d'un ratio de distribution constant (v). On obtient alors l'expression suivante : $P/E = v/(r + \sigma - g)$.

Tableau V.2. Évaluation du rendement actuel des actions

	Données récentes et données historiques			
	Rendement des actions	Taux d'intérêt réel	Valeur moyenne de la prime 1980-97 ^a	Croissance potentielle moyenne 1980-97 ^b
	Octobre 1998			
États-Unis	1.60	3.90	1.70	2.50
Japon	1.18	2.75	0.34	2.00
Allemagne	1.71	4.00	0.36	2.25
France	3.01	4.00	0.86	2.15
Italie	2.28	4.00	1.19	2.20
Royaume-Uni	3.81	4.00	2.35	2.25
Canada	1.92	4.00	1.29	2.60
	Indicateurs de surévaluation potentielle			
	Rendement implicite des actions ^c	Taux d'intérêt réel implicite ^d	Prime implicite ^d	Croissance implicite des dividendes ^d
États-Unis	3.10	2.40	0.20	4.00
Japon	1.09	2.84	0.43	1.91
Allemagne	2.11	3.60	-0.04	2.65
France	2.71	4.30	1.16	1.85
Italie	2.99	3.29	0.48	2.91
Royaume-Uni	4.10	3.71	2.06	2.54
Canada	2.69	3.23	0.52	3.37

Note : Dans chacune des colonnes de la partie inférieure du tableau, les chiffres indiqués ont été obtenus individuellement à partir des données figurant dans la partie supérieure (voir les notes pour de plus amples détails) ; il n'y a aucune relation entre les différentes colonnes. On peut voir s'il y a une éventuelle surévaluation en comparant les mêmes colonnes des deux parties du tableau, par exemple le rendement actuel des actions (partie supérieure) et le rendement implicite, c'est-à-dire le rendement compatible avec les paramètres fondamentaux (partie inférieure).

a) Dans le cas du Japon, de l'Italie et du Canada, la moyenne 1980-89 est utilisée en raison de la présence de valeurs extrêmes dans les données concernant les années 90.

b) La croissance potentielle de l'économie est utilisée comme variable représentative de la croissance réelle des dividendes ou des bénéfices afin de faire reposer les calculs sur les mêmes bases pour tous les pays. Dans le cas du Japon, la moyenne historique n'est pas utilisée. Le taux de croissance potentiel du Japon a été abaissé pour tenir compte du fait qu'il est de plus en plus manifeste que le ralentissement de la productivité observé pendant la première moitié des années 90 a été un phénomène permanent, et non conjoncturel.

c) Le rendement implicite des actions correspond à la somme des deuxième et troisième colonnes de la partie supérieure, diminuée de la quatrième colonne. Il s'agit d'une variable représentative du niveau d'équilibre du rendement des actions.

d) Les valeurs implicites du taux d'intérêt réel, de la prime et du taux de croissance sont obtenues au moyen de la formule indiquée dans la note 3 du texte, en utilisant le rendement actuel des actions et diverses combinaisons de deux des autres grandeurs figurant dans les deuxième, troisième et quatrième colonnes de la partie supérieure du tableau.

Cette approche peut être utilisée pour calculer, à titre d'exemple, des ensembles cohérents d'observations concernant le taux de rendement des actions, le taux d'intérêt réel, la prime de risque et la croissance. La première colonne de la partie inférieure du tableau V.2, par exemple, indique le taux de rendement des actions compatible avec les niveaux d'octobre du taux d'intérêt réel et les valeurs moyennes de la prime de risque et de la croissance réelle au cours des 18 années précédentes⁴. De la même manière, les autres colonnes indiquent le niveau implicite du taux d'intérêt réel, de la prime de risque ou du taux de croissance réel qui a pu valider le taux de rendement des actions du mois d'octobre, en affectant aux autres déterminants présumés des cours des actions le niveau actuel (taux d'intérêt réel) ou la moyenne historique la plus récente (prime de risque et croissance réelle). Si l'on compare ces valeurs implicites

4. Il convient de signaler qu'une part de subjectivité entre nécessairement dans le calcul de la prime de risque des périodes antérieures, qui peut seulement se faire par déduction. Concrètement, on a utilisé la formule de Gordon pour évaluer la prime de risque à partir des valeurs moyennes des taux de rendement des actions, des taux d'intérêt réels et de la croissance réelle au cours des 18 dernières années dans la plupart des cas. La méthode utilisée est décrite dans Kennedy *et al.* (1998).

avec les valeurs effectivement observées, indiquées à la partie supérieure du tableau V.2, sans oublier que ce genre d'analyse a un caractère subjectif, on peut formuler les observations suivantes :

... donnent des résultats variables selon les pays

- En octobre, le taux de rendement des actions compatible avec les valeurs moyennes de ses déterminants était encore supérieur aux valeurs courantes aux États-Unis et au Canada, en dépit de la baisse des cours. Il en était de même pour l'Allemagne et l'Italie, mais avec un écart moins prononcé.
- L'examen des autres variables fait apparaître le même genre de phénomène dans ces économies. Par exemple, la croissance réelle implicite des bénéfices semble élevée, tandis que la prime de risque implicite paraît faible.
- En revanche, d'après les divers calculs effectués, les ratios d'évaluation concernant le Japon, le Royaume-Uni et la France semblent tous à peu près compatibles avec les paramètres fondamentaux tels qu'ils sont définis ici.
- Le rebond des cours des actions qui s'est généralement produit sur les grands marchés n'a pas modifié sensiblement ces conclusions.

Effets possibles d'une baisse du marché boursier sur l'activité économique

Une baisse des prix des actions influe directement sur la consommation...

Les variations des cours des actions peuvent avoir des effets directs importants sur l'activité économique, en faisant varier le patrimoine des ménages. Ces effets dépendent de la manière dont les ménages envisagent la baisse (selon qu'ils la considèrent comme permanente ou temporaire) ainsi que de leur degré d'exposition aux fluctuations des prix des actifs et de leur propension marginale à consommer en puisant dans leur patrimoine financier. Pour les États-Unis, de nombreuses études empiriques donnent à penser que les estimations de la propension marginale à consommer en puisant dans le patrimoine mobilier se situent dans une fourchette relativement étroite, de 4 à 7 pour cent. Par conséquent, l'effet potentiel d'une correction de 10 pour cent des cours sur le niveau de la consommation des ménages, au bout d'un an, serait de l'ordre de 0.5 pour cent pour ce pays. Faute d'études et de données comparables pour d'autres économies, le Secrétariat a estimé les effets directs des variations des cours réels des actions sur la consommation des ménages dans les économies du G-7 (Boone *et al.*, 1998). Les résultats des estimations sont à peu près du même ordre pour les États-Unis, mais les effets apparaissent plus limités pour les autres économies⁵. Il est notable que ces différences reflètent notamment l'importance variable des portefeuilles d'actions des ménages suivant les pays. Sur la base des effets estimés sur la consommation, des simulations effectuées au moyen du modèle INTERLINK, qui permet de prendre en compte les répercussions macroéconomiques du recul de la consommation, révèlent qu'une baisse simultanée de 20 pour cent des actions dans tous les grands pays pourrait entraîner une contraction d'environ 0.7 pour cent de la production de la zone de l'OCDE au cours des deux années à venir (tableau V.3).

... et l'investissement

Une baisse des cours des actions aurait probablement aussi une incidence directe négative sur l'investissement. Cependant, il est difficile d'estimer cet effet, car il emprunte plusieurs canaux (coût réel d'utilisation du capital, niveau d'endettement du secteur des entreprises, possibilité d'autofinancement, incertitudes entourant la

5. D'après les résultats obtenus, une baisse de 10 pour cent du cours réel des actions réduit la consommation de 0.5 pour cent au bout d'un an dans le cas des États-Unis. La contraction dans les 2 ans est de 0.4 pour cent pour le Royaume-Uni, de 0.3 pour cent pour le Japon et de 0.2 pour cent pour le Canada. Pour les pays de l'Europe continentale la contraction est de moins de 0.2 pour cent dans les 2 ans.

Tableau V.3. Effets macroéconomiques d'une correction
du marché des actions^a

Seuls les effets sur la consommation sont pris en compte ; variation par rapport au niveau de référence

	Effets d'une baisse de 20 pour cent du cours réel des actions dans chaque pays pris individuellement			
	Consommation privée réelle (points de pourcentage)		PIB réel (points de pourcentage)	
	1 ^{re} année	2 ^e année	1 ^{re} année	2 ^e année
États-Unis	-1.2	-1.1	-0.8	-0.8
Japon	-0.6	-0.7	-0.5	-0.4
Allemagne	-0.2	-0.4	-0.1	-0.2
France	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1
Italie	-0.1	-0.2	0.0	-0.1
Royaume-Uni	-0.2	-1.0	0.0	-0.4
Canada	-0.3	-0.4	-0.1	-0.1

	Effets d'une baisse simultanée de 20 pour cent du cours réel des actions dans les pays du G-7			
	Consommation privée réelle (points de pourcentage)		PIB réel (points de pourcentage)	
	1 ^{re} année	2 ^e année	1 ^{re} année	2 ^e année
États-Unis	-1.2	-1.2	-1.0	-1.0
Japon	-0.7	-0.8	-0.7	-0.8
Allemagne	-0.3	-0.5	-0.4	-0.5
France	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4
Italie	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4
Royaume-Uni	0.0	-1.0	-0.1	-0.7
Canada	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5
Total OCDE ^b			-0.6	-0.7

a) Simulations effectuées sur la base de taux de change fixes et de politiques inchangées.

b) Moyennes pondérées.

demande et l'utilisation des capacités) qu'il est difficile d'identifier de façon empirique (Whitaker, 1998). Par ailleurs, les effets sur la formation de capital ne se concrétiseront que si la correction des cours s'accompagne d'une modification fondamentale de la conjoncture (Fama et French, 1989). D'après une étude récente, les effets potentiels des variations des cours réels des actions sur l'investissement des entreprises pourraient être quatre fois plus importants que leurs effets sur la consommation privée (Meredith, 1997). Étant donné que, dans les grands pays de l'OCDE, l'investissement représente environ le quart de la consommation, l'ajustement de l'investissement et celui de la consommation à la suite d'une baisse des cours des actions pourraient contribuer à parts à peu près égales à la contraction de la production.

L'estimation *ex ante* de la baisse de la demande totale présentée ci-dessus pourrait en fait être en deçà de la réalité. En cas de correction importante, un sentiment d'insécurité accru pourra fort bien entraîner une augmentation du prix de la prise de risque (ou un refus total d'accepter des risques supplémentaires). Dans ce cas, les établissements financiers devront ajuster leurs bilans, en réduisant notamment le volume des crédits qu'ils distribuent. Dans le pire des cas, il pourra y avoir pénurie de crédit, comme on a pu l'observer à la suite de la crise des caisses d'épargne aux États-Unis et, plus récemment, avec la crise bancaire au Japon, et cette pénurie aura des effets additionnels considérables sur la consommation et l'investissement. Ces effets pourront être variables suivant les pays, puisque le volume des participations détenues dans les portefeuilles des banques et la sensibilité à une baisse des cours des actions sont variables. Cependant, même dans les pays où les participations détenues par les banques

*D'autres effets négatifs
pourraient se produire si
le secteur financier réduisait
ses activités*

sont peu importantes, il existe d'autres sources de fragilité financière. Par exemple, ainsi qu'on l'a noté, certaines banques ont prêté à des investisseurs fortement endettés. Enfin, dans la plupart des économies, les investisseurs institutionnels détiennent un volume important de participations ; en cas de correction prononcée, ils pourraient eux aussi se voir obligés de réduire leurs engagements.

BIBLIOGRAPHIE

BLANCHARD, O. (1993)

« Movements in the Equity Premium », *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp. 75-138.

BOONE, L., C. Giorno et P. Richardson (à paraître)

« Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: some Recent Evidence », OCDE, *Département des affaires économiques, Document de travail*.

COLE K., J. Helwege et D. Laster (1996)

« Stock Market Valuation Indicators: Is This Time Different? », *Financial Analysts Journal*, mai/juin, pp. 56-64.

FAMA, E. et K.R. French (1989)

« Business Conditions and Expected Returns on Stocks », *Journal of Financial Economics* 25, pp. 23-49.

GORDON, M. (1962)

Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Homewood, Ill.

KENNEDY, M., A. Palerm, C. Pigott et F. Terribile (1998)

« Asset Prices and Monetary Policy », OCDE, *Département des affaires économiques, Document de travail n° 188*, février.

MEREDITH, G. (1997)

« Effect of Equity Prices on Aggregate Demand », FMI Research Department memo, octobre.

WHITAKER, S. (1998)

« Investment in This Recovery: An Assessment », Bank of England *Quarterly Bulletin*, volume 28, n° 1, février, pp. 38-47.