

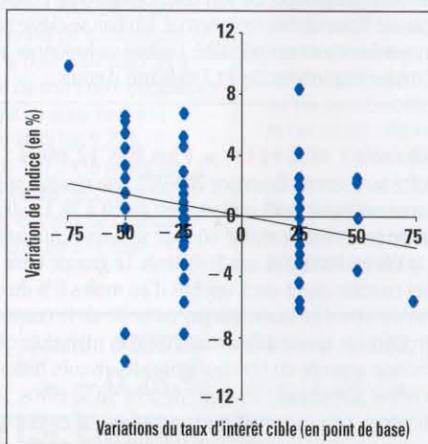
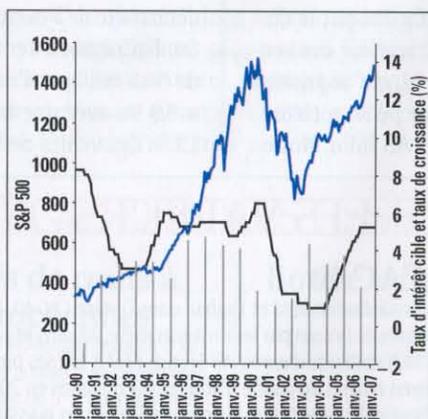
ANALYSE

DE L'INFLUENCE DE LA BANQUE CENTRALE SUR LES COURS BOURSIERS

Le comportement de la banque centrale, et la manière dont celle-ci influence les valorisations boursières par ses décisions de taux, sont étroitement suivis par les investisseurs. Mais compte tenu des interdépendances multiples à l'œuvre, peut-on mesurer précisément l'effet d'un changement de politique monétaire, comme une baisse de 25 points de base du taux-cible au jour le jour de la banque centrale, sur les cours et les rentabilités ? Une telle entreprise se heurte à deux difficultés majeures. La première est liée à la direction de la causalité : si la politique monétaire influence la bourse, elle est aussi influencée par elle, et toutes deux le sont par le contexte macroéconomique global (croissance, inflation, taux de change, etc.) ; la politique monétaire est donc « endogène » et non purement « exogène » aux variations boursières. La seconde difficulté est liée à la formation des anticipations : si une politique monétaire accommodante a pour effet de stimuler les performances boursières, on ne peut guère mesurer que l'impact non anticipé d'une baisse de taux sur les cours, puisqu'une baisse parfaitement anticipée est déjà contenue dans les prix (avant même la baisse effective des taux), et n'a donc aucun effet visible au moment du changement de politique !

Le problème d'endogénéité de la politique monétaire apparaît clairement sur le premier graphique ci-dessous. Celui-ci représente l'évolution de l'indice américain Standard and Poor's 500 (en bleu, échelle de gauche) contre le taux-cible des fonds fédéraux (en noir, échelle de droite) et le taux de croissance des Etats-Unis (bâtons, échelle de droite). Les périodes de hausse tendancielle des taux nominaux (1993-1995 et 2004-2006) sont associées à une appréciation du S&P500. Inversement, la forte baisse des taux entre 2001 et 2003 est associée à une chute importante de l'indice. On comprend d'ailleurs bien pourquoi : le ralentissement

de l'activité, entamé courant 2000 puis renforcé par les attentats du 11 septembre 2001, ainsi que l'éclatement de la bulle Internet, ont naturellement déprécié les valeurs boursières ; la récession réelle et la récession financière appelaient toutes deux une réponse accommodante de la politique monétaire. Il est donc inutile de chercher



comment la politique monétaire a pu « stimuler » la bourse, puisque c'est au contraire la bourse et l'économie réelle qui ont gouverné l'exercice de la politique monétaire ; tout au plus peut-on conjecturer que la chute du S&P500 eut été plus prononcée sans la politique accommodante de la Fed, mais il est impossible de mesurer directement cet effet hypothétique.

Par **EDOUARD CHALLE**,
Centre de recherche sur la gestion
(Cereg), université Paris-Dauphine

Le second graphique permet d'illustrer la deuxième difficulté, liée à la formation des anticipations des investisseurs. Chaque point représente une fin de mois où la politique monétaire a changé par rapport au mois précédent. Pour chacune de ces dates, on enregistre en abscisse l'étendue du mouvement de taux, comprise entre - 75 points + 75 points de base, et en ordonnée la variation de l'indice relativement au mois précédent (corrigée de la variation moyenne sur l'échantillon). La droite de régression, qui mesure la corrélation moyenne entre les deux variables, indique qu'une variation de taux a l'effet attendu de déclencher une variation inverse des cours. Mais cet effet est faible, puisqu'un resserrement monétaire de 25 points de base est associé à une chute de l'indice de 0,7 % en moyenne (il est aussi fragile statistiquement, les points apparaissant très éloignés de la droite de régression). Ce résultat ne doit pourtant pas surprendre : tout resserrement monétaire est, au moins en partie, anticipé par les investisseurs et donc déjà incorporé dans les cours. Inversement, les investisseurs s'attendent généralement aux détentes monétaires, et revalorisent l'indice avant même que celles-ci ne se produisent effectivement. Le graphique ne révèle donc pas tout à fait ce qu'il prétend illustrer : nous avons en abscisse les variations de taux, anticipées ou non, et en ordonnée les variations de cours liées à la partie non anticipée des variations de taux. Plusieurs études récentes ont donc cherché à isoler cette composante non anticipée, en utilisant notamment les taux à terme, avant de mesurer sa corrélation avec les mouvements de l'indice. Elles concluent toutes à un effet de la politique monétaire beaucoup plus prononcé : une augmentation du taux-cible de 25 points de base serait en réalité associée à une chute de l'indice de 1,5 % en moyenne, l'effet mesuré étant statistiquement beaucoup plus robuste que ne le suggère notre second graphique. ■