

La baisse des bourses risque-t-elle d'amplifier la crise ?

par [Christophe Blot](#) et [Paul Hubert](#)

La crise du Covid-19 fera inévitablement plonger l'économie mondiale en récession en 2020. Les premiers indicateurs disponibles – hausse des inscriptions au chômage ou au chômage partiel – témoignent déjà d'un [effondrement](#) inédit de l'activité. En France, l'[évaluation](#) de l'OFCE suggère que le PIB serait amputé de 32 % pendant le confinement. Cette baisse s'explique principalement par la mise à l'arrêt des activités non-essentiels et par la baisse de la consommation. Le choc pourrait cependant être amplifié par la prise en compte d'autres facteurs (hausse de certains taux souverains, chute du prix du pétrole, mouvements de capitaux et de change parmi d'autres) et notamment par la panique financière qui a gagné l'ensemble des places boursières depuis la fin février.

Dès

le 24 février 2020 et la première forte baisse journalière, les principaux

indices boursiers ont amorcé une décrue qui s'est fortement accentuée les

semaines du 9 et du 16 mars et ce malgré les annonces de la [Réserve](#)

[fédérale](#) puis de la [BCE](#)

(graphique 1). Au 25 avril, la chute est de 28 % pour l'indice CAC40 (avec

un creux à -38 % mi-mars), 25 % pour l'indice allemand et près de -27 %

pour l'indice européen Eurostoxx. Ce krach boursier pourrait faire resurgir les

crainces d'une nouvelle crise financière, quelques années après celle des *subprime*. D'ailleurs, la chute du CAC 40 dans les premières semaines a été plus forte que celle observée dans les mois qui ont suivi la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers en septembre 2008 (graphique 2).

Graphique 1. Évolution des principaux indices boursiers

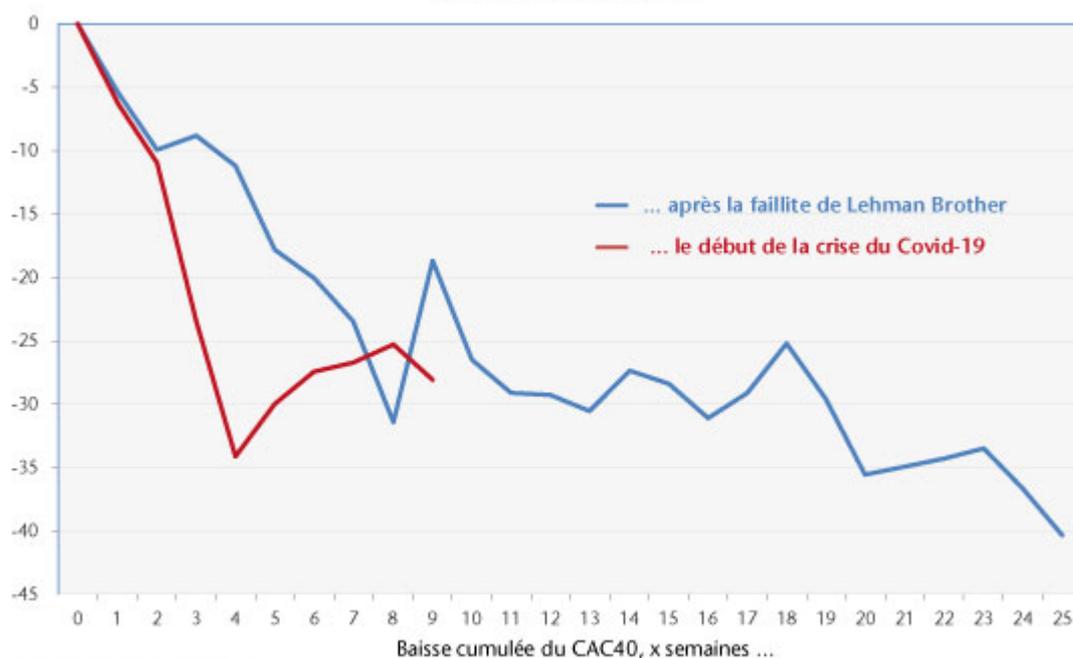


Source : Eikon Datastream. Base 100 : moyenne de l'année 2019.

Si les répercussions à court terme de la crise du Covid-19 pourraient être plus violentes que celle de la crise financière de 2008, l'origine de la crise est bien différente et conduit à reconsidérer l'impact de la panique boursière. De fait, dans le cas précédent, il s'agissait à l'origine d'une crise bancaire nourrie par un segment spécifique du marché immobilier américain, les *subprime*. Et c'est cette crise financière qui a provoqué la baisse de la demande et la récession par le biais de multiples canaux : hausse des primes de risque,

rationnement du crédit,
effets de richesse financière et immobilière, incertitude, ...
Si on retrouve
bien certains de ces éléments aujourd'hui, ils s'interprètent
cependant comme
la conséquence d'une crise sanitaire. Mais si la crise est au
départ
indéniablement sanitaire et économique, peut-elle déclencher
un krach boursier ?

Graphique 2. Baisses comparées du CAC40 après Lehman Brothers
et la crise du Covid-19



Source : Eikon Datastream.

Une
autre façon de poser la question consiste à se demander si la
baisse des
bourses s'explique entièrement par la crise économique. En
effet, le prix d'une
action est censé refléter l'évolution future des profits de
cette entreprise.
Par conséquent, l'anticipation d'une récession, car la demande
– consommation
et investissement – et l'offre sont contraintes, doit se
traduire par une
baisse du chiffre d'affaires et des profits futurs et donc par

une baisse du
prix des actions.

Il
pourrait cependant y avoir une amplification du choc financier
si la baisse des
cours boursiers est plus importante que celle induite par la
baisse du profit
des entreprises. La question est épineuse mais il est possible
de donner une
évaluation d'un éventuel sur-ajustement boursier et donc d'une
possible
amplification financière de la crise. L'exercice que nous
avons mené consiste à
comparer l'évolution des anticipations de profits (par les
analystes
financiers) depuis le début de la crise du Covid-19 et la
baisse des actions. Si
on se concentre sur les entreprises du CAC40, ces
anticipations de profits pour
l'année prochaine ont été réduites à la baisse au cours des 3
derniers mois de
13,4%[\[1\]](#).

Cette baisse devrait donc se refléter intégralement dans la
variation de l'indice.

On observe de fait que la baisse a été bien plus importante :
-28 %.

Il y aurait donc une amplification du choc financier d'un peu
moins de 15
points de pourcentage.

Ce
sur-ajustement peut s'expliquer, entre autres, par
l'incertitude qui règne
aujourd'hui sur les évolutions des périodes de confinement à
travers le monde
et donc sur la reprise économique, ainsi que par le choc

pétrolier qui se déroule de façon concomitante et dont les déterminants sont à la fois économiques et géopolitiques. Ce sur-ajustement n'est donc peut-être pas totalement irrationnel (au sens de l'efficience – supposée – des marchés financiers), mais il n'en reste pas moins qu'il a entraîné de fortes variations du patrimoine financier des ménages et entreprises.

Ces variations ne sont pas neutres pour la croissance économique. Du côté des ménages, elles contribuent à ce qu'on appelle les effets de richesse sur la consommation : la variation du patrimoine d'un ménage lui procure un sentiment de richesse qui le pousse à augmenter sa consommation [\[2\]](#).

Cet effet est d'autant plus fort dans les pays où les actifs des ménages sont majoritairement financiarisés. Si une large part du patrimoine des ménages est composée d'actions, l'évolution des cours boursier influence fortement cet effet de richesse. La part des actions (ou des parts de fonds d'investissement) dans le patrimoine financier est assez proche en France et aux Etats-Unis, respectivement 27 et 29 %. Cependant, ces actifs représentent une part bien plus important du revenu disponible des ménages américains : 156% contre 99,5% en France. Les ménages français sont donc moins exposés aux variations des cours boursiers. Les travaux empiriques

suggèrent d'ailleurs généralement un effet de richesse plus important aux Etats-Unis qu'en France[\[3\]](#).

Du côté des entreprises, ces variations des valorisations boursières ont un effet sur les décisions d'investissement *via* les contraintes collatérales. Lorsqu'une entreprise s'endette pour financer un projet d'investissement, la banque lui demande des actifs en garantie. Ces actifs peuvent être soit physiques soit financiers. Dans le cas d'une hausse des marchés actions, les actifs financiers d'une entreprise prennent de la valeur et lui permette d'avoir accès à plus de crédit[\[4\]](#). Ce mécanisme est potentiellement important aujourd'hui. Alors que les entreprises ont des besoins de trésorerie très importants pour faire face à l'arrêt brutal de l'économie, la forte baisse de leurs actifs financiers leur restreint ainsi l'accès à ces lignes de crédit. Même si les facteurs d'amplification financière ne se réduisent pas au choc financier, l'évolution récente du prix de ces actifs donne cependant une première indication de la réaction du système financier aux crises sanitaire et économique en cours.

[\[1\]](#) Les données proviennent d'Eikon Datastream qui fournit pour chaque entreprise le consensus des analystes sur le profit par action (Earnings Per Share, EPS) pour l'année à venir et l'année suivante. Nous avons ensuite calculé la

moyenne pondérée des poids de chaque entreprise du CAC40 au sein de l'indice de la variation de ces anticipations au cours des trois derniers mois. Le fait que la baisse de 13,4% des anticipations de profit pour l'année prochaine donne lieu à une baisse de 13,4% du cours boursiers est faite sous l'hypothèse que les profits au-delà de l'année prochaine ne sont pas valorisés, ou, dit autrement, que leur valeur actuelle nette est nulle, ce qui revient à dire que la préférence pour le présent des investisseurs est très forte aujourd'hui.

[2] De façon plus formelle, on parle d'une propension à consommer qui augmente au fur et à mesure que le patrimoine augmente. Les effets de richesse peuvent distinguer s'il s'agit de patrimoine uniquement financier ou incluant également le patrimoine immobilier.

[3] Voir [Antonin, Plane et Sampognaro \(2017\)](#) pour une synthèse de ces estimations.

[4] Voir [Ehrmann et Fratzscher \(2004\)](#) et [Chaney, Sraer et Thesmar \(2012\)](#) pour des évaluations empiriques de ce canal de transmission via le prix des actions ou les prix immobiliers respectivement.