

# La reprise et le ralentissement économiques commencent dans la tête

La finance comportementale permet d'entrevoir l'après-crise du Covid-19. Les mesures de soutien des autorités doivent notamment permettre de maintenir la confiance des investisseurs et de garantir une reprise solide. *Tony Berrada*

**Abrégé** Certains parallèles peuvent être tirés entre la crise du Covid-19 et d'autres chocs passés. La théorie financière, notamment comportementale, permet d'entrevoir l'après-crise. Certains secteurs devraient ainsi sortir plus rapidement de la crise que d'autres. Quant aux marchés financiers, l'environnement particulièrement clément qui a précédé la pandémie a probablement contribué à l'ampleur des variations de cours observées au début de la période trouble. La réaction des autorités monétaires et gouvernementales servira à réduire l'incertitude générée par la crise et à limiter la fuite potentielle de capitaux des marchés d'actions. Ce filet de sécurité est coûteux, mais certainement nécessaire à court et à moyen termes pour garantir une reprise solide et maintenir la confiance des investisseurs.

**L**e monde traverse actuellement une crise dont la gravité a été comparée à celle de 1929 au niveau économique et à la pandémie de grippe espagnole de 1918-1920 en termes sanitaires. Les mesures de confinements, les actions de soutien financier des gouvernements et des banques centrales ainsi que la vitesse de propagation de la pandémie rendent la crise du Covid-19 unique et exceptionnelle.

Cela dit, concernant l'impact sur les marchés financiers, certains aspects sont similaires à ce que l'on a pu observer lors de chocs majeurs de l'histoire récente. Des parallèles peuvent par conséquent être établis. La théorie financière, et plus particulièrement les aspects liés à la finance comportementale, nous amène à poser trois questions susceptibles de nous éclairer sur l'après-crise. Tout d'abord, les mouvements des marchés au départ de la crise ont-ils été excessifs ? Ensuite, l'environnement qui a précédé la crise a-t-il influencé notre perception des événements et, si oui, comment ? Enfin, notre perception du monde va-t-elle fondamentalement changer à la suite de la crise du Covid-19 ?

## Une réaction trop uniforme sur les marchés

Commençons par le cas des marchés financiers. La tempête boursière a débuté le 20 février dernier. De gigantesques variations quotidiennes ont été observées entre le 12 et le 16 mars sur la majorité des places mondiales : en Suisse, le Swiss Market Index (SMI) a reculé de 9,11 % le 12 mars ; aux États-Unis le Standard & Poors 500 (S&P 500) a plongé de 12 % le 16 mars ; en France, le CAC 40 a lâché 12,28 % le 12 mars.

S'agit-il du reflet de la crise ou d'un effet de panique ? D'un côté, il y a bien eu un choc réel sur l'économie et donc sur les profits et dividendes futurs des entreprises. Le cours des actions et des autres valeurs financières représente la valeur actuelle de la somme des revenus futurs attendus : un choc comme celui lié à la pandémie du Covid-19 doit donc logiquement affecter les prix de manière importante.

D'un autre côté, en regardant plus en détail l'évolution de certains titres, on peut s'interroger : comme on pouvait s'y attendre, l'or, valeur refuge par excellence, a vu son prix légèrement augmenter durant cette période (voir *illustration 1*, p. 30). En revanche, une firme comme Amazon, spécialisée dans la livraison à domicile et dont les revenus seront moins touchés par la crise (voire en bénéficieront), a suivi la chute de l'indice S&P 500 durant un mois avant de rebondir et de revenir à son niveau initial en avril.

Le cas d'Amazon ne constitue qu'un exemple parmi d'autres. Il laisse toutefois penser que la première réaction des marchés (durant le mois de février et jusqu'à début mars) a été excessive, non pas dans l'ampleur des variations, mais plutôt dans son uniformité au travers des titres.

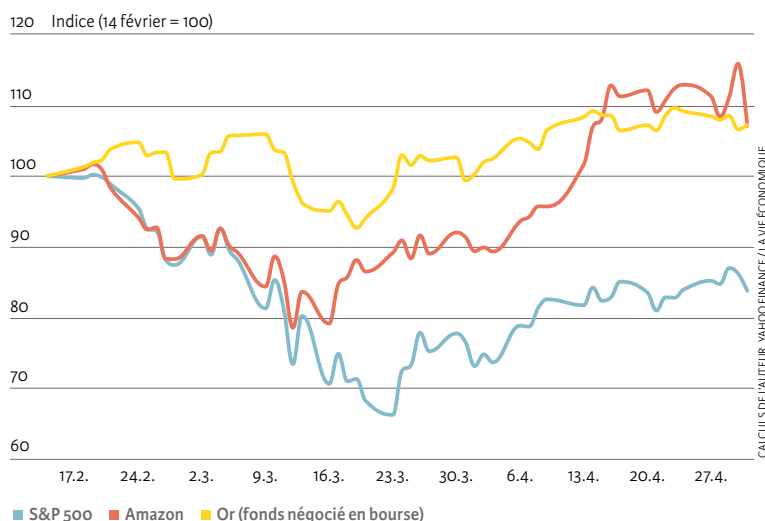
L'évolution initiale des prix reflète en partie un comportement grégaire des investisseurs durant cette période de grande incertitude (« herding behavior »). Ce type de réaction peut être parfaitement rationnelle dans certaines situations, mais semble avoir amplifié l'homogénéité des variations de prix dans le cas présent. Des secteurs industriels très différents ont été initialement affectés de manière très similaire, alors que certains seront effectivement moins touchés par cette crise. Le domaine technologique lié à la télémedecine, par exemple, sera probablement très sollicité par le développement de nouveaux outils de suivi et de prévention des contaminations ; or, des firmes majeures de ce secteur ont vu leur cours initialement chuter en début de crise sans raison spécifique.

On peut donc s'attendre à voir certaines branches sortir plus rapidement de la crise. Des divergences entre les différents secteurs plus importantes que celles auxquelles nous avons assisté durant la chute massive de février et mars devraient également être observée lors de la reprise.

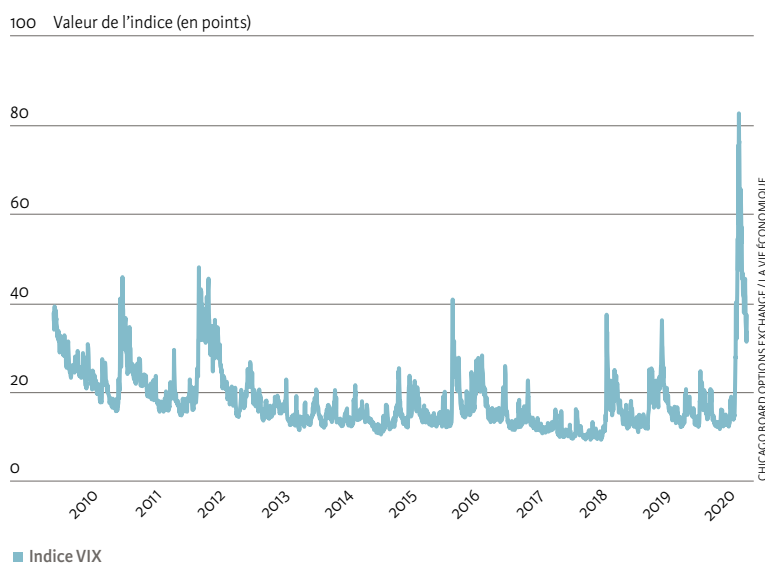
## Un environnement particulièrement clément

Face à ce constat, l'environnement qui a précédé la crise a-t-il influencé notre perception des événements, et, si oui, de quelle manière ? Il est tout d'abord possible de constater que les politiques monétaires non-conventionnelles menées par les banques centrales au sortir de la crise des « subprimes » (prêts hypothécaires à risque) de 2008 ont notamment eu pour effet d'inonder les marchés financiers de liquidités et de gonfler artificiellement les prix des actions. Entre 2009 et 2020, les marchés financiers ont vécu une croissance élevée et une volatilité (variabilité des rendements) très modérée. L'indice VIX, calculé à partir d'un ensemble de prix de produits dérivés, reflète la volatilité attendue au cours des 30 prochains jours sur le marché des actions américain. Il montre que le risque financier perçu a été faible depuis la crise des « subprimes » (voir *illustration 2*). Cette situation a-t-elle pesé sur la réaction extrême des marchés au début de la crise du Covid-19 ?

### III. 1. Évolution des cours boursiers lors de la crise du coronavirus (février–avril 2020)



### III. 2. Évolution de l'indice « de la peur » VIX (2009–2020)



Pour répondre à cette question, faisons un parallèle avec la manière dont nous percevons – de manière parfois erronée – notre environnement visuel : lorsqu'un individu fixe une chute d'eau et détourne après un moment son regard sur les rochers qui la bordent, il a un instant l'impression que ces derniers se déplacent vers le haut. Il s'agit d'une illusion d'optique largement étudiée et dont la cause est liée au fonctionnement même de nos cellules nerveuses (« motion after-effect »).

Une série d'expériences a montré que la perception du risque chez l'être humain est sujette à un biais similaire<sup>1</sup>. Un environnement de marché

<sup>1</sup> Voir Payzan-LeNestour, Balleine, Berrada et Pearson (2016).

normalement risqué (comparable à une activité normale) est considéré par les individus comme extrêmement volatil lorsqu'il suit un environnement de faible volatilité. Ce phénomène («variance after-effect») amplifie mécaniquement la réaction à une série de chocs comme ceux observés au début de la crise. Il ne s'agit pas ici de minimiser l'ampleur de la crise actuelle, mais il paraît probable que l'environnement particulièrement clément qui a accompagné les marchés financiers au préalable a contribué à l'ampleur des variations observées au début de la crise.

## Entre risque et ambiguïté

Voilà pour ce qui a précédé la pandémie. Mais qu'en sera-t-il après? Notre perception du monde va-t-elle fondamentalement changer après l'épisode du Covid-19? Et allons-nous évoluer dans un environnement plus risqué ou incertain? Tout d'abord, une remarque préalable: le risque est quantifiable et il est possible d'associer des probabilités à différents scénarios. L'analogie classique du risque est le jet de dé. Les six faces ont la même probabilité de sortir et les chiffres indiqués sont connus. Ou encore: lorsqu'on saisit une boule dans une urne contenant 50 sphères rouges et 50 jaunes, on peut clairement associer une probabilité à la couleur que l'on s'attend à tirer.

Dans la majorité de nos activités, nous sommes, face à un ensemble de choix, souvent attirés par l'option la moins risquée, à moins que l'option risquée offre une compensation suffisamment élevée. Pour une décision d'investissement, l'augmentation du risque d'une catégorie de titres, par exemple des actions, nous amène à modifier nos décisions d'investissements: peut-être allons-nous réduire la part attribuée aux actions au profit de titres jugés plus stables, tout en maintenant une allocation diversifiée. Une augmentation du risque ne justifie en général pas un retrait complet d'une catégorie d'actifs.

L'incertitude<sup>2</sup> (aussi parfois nommée «ambiguïté») décrit une situation différente: celle où les probabilités sont inconnues. Par exemple, saisir une boule dans une urne contenant 100 boules, certaines étant rouges et d'autres jaunes, sans connaître le nombre exact de chacune des deux couleurs: on ne peut pas associer

de probabilité à la couleur de la boule que l'on va tirer.

De nombreuses études comportementales ont montré que face au choix entre deux options, l'une ambiguë et l'autre risquée, l'aversion manifeste à l'ambiguïté nous incite à choisir celle dont les risques sont connus, même dans le cas où ceux-ci sont élevés<sup>3</sup>. Dans le cadre d'une décision d'investissement, l'augmentation de l'incertitude (ambiguïté) peut nous amener à reconsidérer totalement la manière dont nous investissons: nous pourrions alors décider de nous focaliser sur les classes d'actifs où l'ambiguïté est la plus faible.

On peut donc voir deux alternatives au sortir de la crise: l'une associée à une augmentation du risque, l'autre à une augmentation de l'ambiguïté. Cette dernière pourrait induire des retraits massifs de capitaux de marchés devenus non seulement risqués, mais surtout incertains au sens de Knight.

La réaction des autorités monétaires et gouvernementales, au-delà de l'important effet direct sur la liquidité, va également permettre de réduire cette ambiguïté et de limiter la fuite potentielle de capitaux des marchés d'actions. Ce filet de sécurité est coûteux, mais certainement nécessaire à court et à moyen termes pour garantir une reprise solide. Il sert par ailleurs à maintenir la confiance des investisseurs, élément intangible, mais indispensable au fonctionnement de notre système financier. Car la reprise commence dans la tête...

- <sup>2</sup> Au sens de Knight (1921), selon le nom des travaux de l'économiste américain Frank Knight.  
<sup>3</sup> Ellsberg (1961).



**Tony Berrada**

Professeur de finance et directeur du Geneva Finance Research Institute, université de Genève

## Bibliographie

- Ellsberg D. (1961). «Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms». *The Quarterly Journal of Economics*.  
 Knight F. H. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston. Hart, Schaffner & Marx, Houghton Mifflin Company.  
 Payzan-LeNestour E., Balleine B. W., Berrada T. et Pearson J. (2016). «Variance After-Effects Distort Risk Perception in Human». *Current Biology*, vol. 26, 11.