Commentaires

William Barker

Le moment est bien choisi pour discuter du cours des actions. Pour s'en convaincre, il suffit de jeter un coup d'œil aux Figures 1 et 2, qui illustrent les ratios Cours/Valeur comptable relatifs à l'indice TSE 300 de même qu'à d'autres indices boursiers établis pour le Canada, les États-Unis et le marché mondial[1]. À la Figure 1, la courbe se rapportant à l'indice TSE 300 devient presque verticale vers 1996, bien que les ratios relatifs à tous les marchés boursiers aient déjà atteint des niveaux records (voir Figure 2). J'aimerais prendre ces graphiques comme toile de fond pour présenter mes commentaires sur l'étude de Giammarino, parce que sa recherche et mes observations convergent vers la tendance illustrée dans les graphiques. Je reviendrai à ces derniers plus tard.

Je commencerai par rappeler très rapidement l'objectif de Giammarino et par indiquer comment il se rattache à ces graphiques très singuliers. L'étude, selon les termes mêmes de l'auteur, vise à « faire le point sur les connaissances actuelles au sujet des liens entre l'inflation, les cours des actions et la politique de la banque centrale, de manière à [...] cerner les points sur lesquels nos connaissances laissent à désirer et [à] suggérer des axes de recherche pour l'avenir. » Pour cela, l'auteur pose trois questions, auxquelles il se propose de répondre.

Giammarino se demande d'abord si les actions offrent une protection contre l'inflation. La question semble curieuse à première vue, compte tenu

1. J'aurais pu choisir bien d'autres ratios — car la plupart livrent le même message — mais j'ai retenu celui-là parce qu'il n'est pas trop sensible aux fluctuations cycliques des bénéfices, contrairement aux ratios Cours/Bénéfices.

Figure 1

Évolution trimestrielle du ratio Cours/Valeur comptable
Indice TSE 300

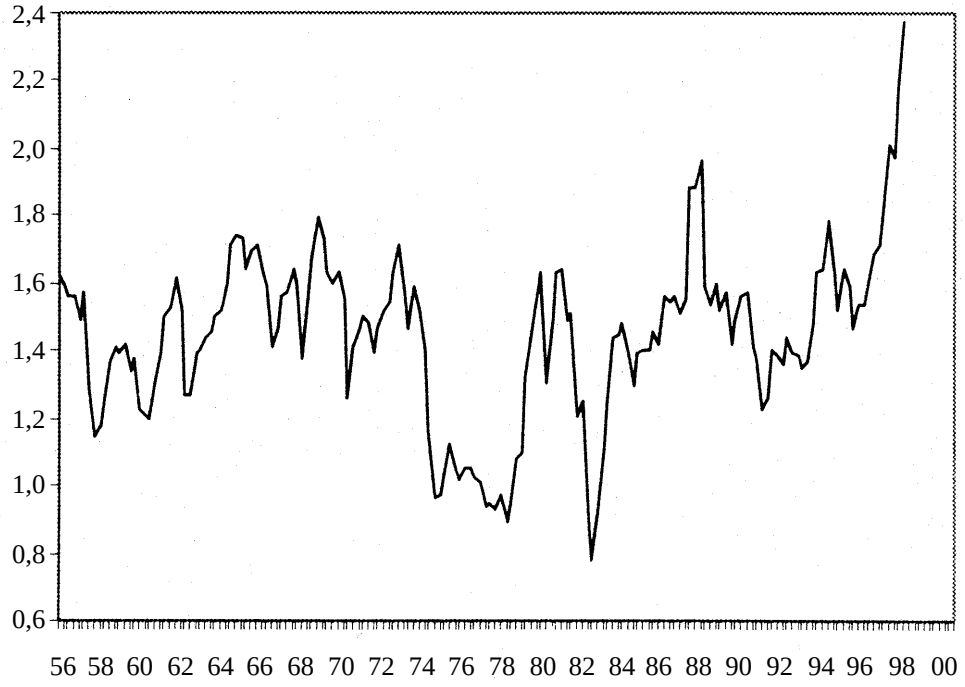
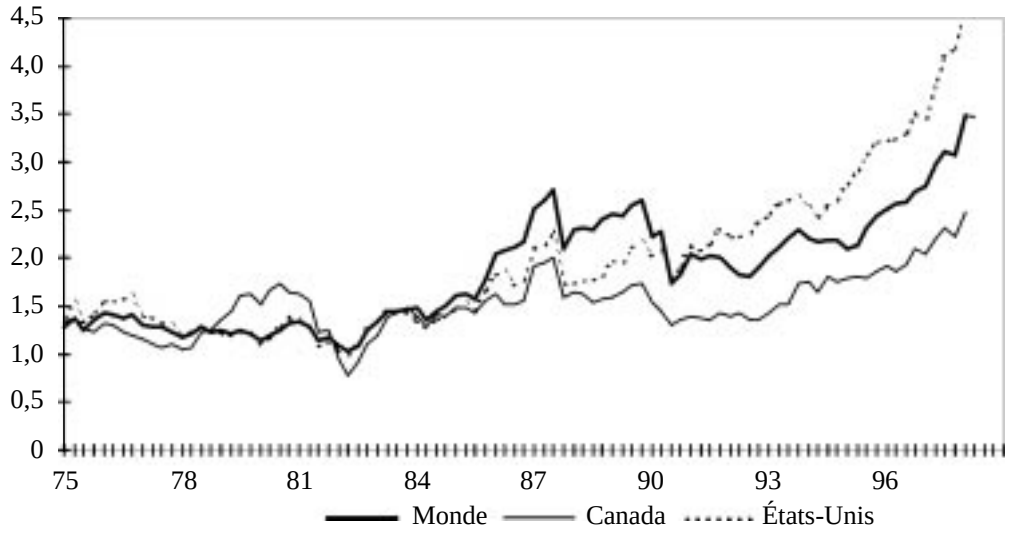


Figure 2

Évolution trimestrielle du ratio Cours/Valeur comptable
Indices boursiers divers



Source des données : Morgan-Stanley Capital International

du fait que l'inflation, au moins en Amérique du Nord, n'a jamais été aussi basse en une génération et que personne ne s'attend à ce qu'elle s'intensifie dans un avenir prévisible. Mais le plus étrange, c'est que les résultats empiriques contredisent ce que bien des investisseurs auraient d'emblée considéré comme un dogme : non seulement les actions ne protégeraient pas ces derniers contre l'inflation, mais elles présenteraient même une corrélation *négative* avec l'inflation. Cependant, afin de nous rapprocher de l'analyse des graphiques présentés ci-après, il vaut peut-être la peine de retourner la question posée par Giammarino : si le rendement des actions est corrélé *négativement* avec l'inflation et que celle-ci *diminue*, cela signifie-t-il que les indices boursiers vont monter? Cela semble être le cas. En fait, l'une des études recensées par l'auteur, celle de Domian, Gilster et Louton (1996), relève l'asymétrie de la réaction des rendements boursiers à l'inflation — ces rendements augmentent sensiblement quand l'inflation ralentit.

Voilà qui nous amène à la deuxième question posée par Giammarino : quelle est la relation entre le rendement des actions et la politique de la banque centrale? Pour couper court (et résumer l'examen de la littérature fait par l'auteur), je dirai simplement que la variable clé se révèle être l'activité économique réelle. Il semble que si le rendement des actions augmente quand l'inflation diminue, c'est parce qu'il existe une relation négative entre l'inflation et l'activité réelle et une relation positive entre l'activité réelle et le rendement des actions. Ajoutons à cela une banque centrale qui peut maîtriser l'inflation, et tous les éléments tombent en place : la Banque du Canada réduit l'inflation; l'économie est placée sur une trajectoire de vigoureuse croissance; les cours des actions augmentent grâce à la bonne tenue des facteurs économiques fondamentaux. Tout cela cadre parfaitement avec la « doctrine » officielle de la Banque depuis nombre d'années : la meilleure contribution que puisse apporter la Banque du Canada à la vigueur de l'économie et à la vie publique au Canada de façon générale est de maîtriser l'inflation.

Cela nous conduit cependant à la troisième question que pose Giammarino, et qui est aussi la plus troublante : que devrait faire la banque centrale en cas de bulle boursière? La question est particulièrement préoccupante lorsque l'augmentation des cours boursiers est due (au moins en partie) au fait que la banque centrale a réussi à maîtriser la hausse de tous les autres prix dans l'économie — nous sommes alors victimes de notre propre succès.

C'est en ce point du raisonnement que j'aimerais revenir aux Figures 1 et 2 et ajouter quelques commentaires plus critiques à mes observations sur l'étude de Giammarino. Je me dois de préciser que j'ai beaucoup aimé l'étude, à tel point, d'ailleurs, que mon principal reproche à

l’auteur est qu’il manque environ cinq pages à son document. J’aurais mis à profit ces pages supplémentaires pour répondre à cette troisième question essentielle, portant sur les bulles boursières, de manière un peu plus complète et, pour parler franchement, un peu différente. La réponse de Giammarino semble tenir dans les deux dernières phrases de son étude : il ne semble guère que les banques centrales puissent détecter l’existence de bulles et, de toute manière, rien n’indique que les bulles doivent les inquiéter en l’absence de tensions inflationnistes. (Ce résumé paraîtra peut-être un peu lapidaire à certains, mais c’est bel et bien de cette façon que l’auteur conclut.)

Pour ce qui est du premier point, à savoir que les banques centrales sont incapables de détecter les bulles, je ne crois pas qu’il y ait jamais de consensus sur le moment auquel des bulles apparaissent sur le marché, ne serait-ce que parce que, par définition, un marché ne saurait exister sans divergence d’opinions. Et il est d’autant plus difficile de déceler des bulles qu’il y a déjà de bonnes raisons fondamentales pour justifier une hausse des cours boursiers, comme nous l’avons vu. Ces questions, pour difficiles qu’elles soient, ont cependant toutes déjà été posées, sous une forme presque identique à celle qu’on trouve dans l’étude de Giammarino. Je citerai par exemple cet extrait du procès-verbal d’une réunion du Conseil de la Réserve fédérale :

> Il n’y a aucune façon de savoir de manière sûre dans quelle mesure cette hausse récente des cours correspond à une spéculation excessive ou à un rajustement des valeurs sous l’effet d’une amélioration de l’efficience de la production industrielle [...] et d’un accroissement des bénéfices. [Traduction]

Ces propos ont été tenus il y a 70 ans, en 1928, peu avant la grande crise. L’un des enseignements que nous en avons tirés est qu’il ne faut pas s’attendre à obtenir des réponses claires lorsqu’on cherche à détecter l’existence de bulles, et nous ne pouvons certainement pas attendre encore 70 ans pour que la question se règle. Entre-temps, la banque centrale doit évaluer les risques inhérents aux bulles et déterminer si la probabilité d’un scénario de ce genre augmente ou diminue. Ainsi que le montrent les Figures 1 et 2, même si nous ne pouvons affirmer avec certitude que nous nous trouvons dans une bulle, les risques qu’il en existe une augmentent.

Passons au second point de l’analyse que Giammarino consacre aux bulles, c’est-à-dire les risques qu’elles posent. À mon avis, les bulles financières présentent trois grands risques, ce qui donne aux banques centrales trois raisons de s’intéresser aux cours des actions. Parmi ces risques, Giammarino en souligne un dans sa conclusion et fait allusion

rapidement à un autre, mais le troisième — qui est le plus important à mon sens — n'est pas suffisamment mis en relief dans son étude.

Le premier risque, souligné dans la toute dernière phrase du document, est celui de tensions inflationnistes générales. Le lien entre les prix des actifs et les autres prix dans l'économie tient aux « effets de richesse » : les gens détiennent des actions; la bourse monte; les gens se sentent riches; ils dépensent davantage; l'inflation s'intensifie. Le raisonnement paraît simple, à ceci près que, après la hausse des valeurs boursières la plus marquée et la plus longue du siècle, il ne semble toujours pas exister de tensions inflationnistes notables. La banque centrale ne doit jamais négliger les tensions inflationnistes dans l'ensemble de l'économie, mais il semble pour le moment que la montée des cours sur les marchés boursiers n'ait pas donné naissance à de telles tensions jusqu'ici.

Le deuxième risque, évoqué dans le corps de l'étude, mais non dans sa conclusion, est celui d'une mauvaise affectation des ressources. Si les prix ne reflètent pas les « facteurs fondamentaux », peu importe la manière dont on définit ces derniers, les décisions d'affectation des ressources fondées sur ces prix ne seront pas bonnes. Plus précisément, une forte surévaluation des actions s'accompagne d'une « exubérance irrationnelle » qui se traduit par un endettement exagéré des entreprises et des ménages, un crédit surabondant et un surinvestissement qui entraîne, à terme, des excédents de capacité. Il s'agit là encore d'un risque très facile à concevoir en théorie, mais très difficile à détecter dans les faits. S'il est difficile à une banque centrale de déceler des bulles dans des indices boursiers extrêmement visibles, je vous laisse le soin d'imaginer la difficulté que doit présenter, pour une banque centrale, la détection d'une « mauvaise affectation » dans les millions de décisions indépendantes prises par la « main invisible » d'agents visant leur propre intérêt, dans une économie d'une grande complexité.

Cependant, ces deux premiers risques associés aux bulles financières — tensions inflationnistes générales et mauvaise affectation des ressources — sont liés au troisième, le plus important à mon avis. Il s'agit d'un risque qui est plus facile à déceler que les deux autres et qui n'est pas suffisamment mis en relief dans l'étude de Giammarino. Je veux parler du risque que court l'économie quand la bulle finit par éclater. On pourrait considérer que ce risque correspond à la situation qui se présente quand les deux autres effets s'inversent. D'abord, l'effet de richesse : les gens détiennent des actions; la bourse baisse; les gens se sentent appauvris; ils dépensent moins; l'économie ralentit. Cet « effet de richesse inverse » peut être asymétrique. L'influence négative d'une chute des cours boursiers pourrait être plus marquée que l'effet positif d'une hausse des cours. Autrement dit, il se pourrait que les ménages réduisent fortement leurs

dépenses pour maintenir la valeur de leur portefeuille. (C'est ce qui s'est passé au Japon, où l'épargne des ménages a en fait augmenté, alors même que les taux d'intérêt tombaient à leur plus bas niveau de l'histoire).

Il se pourrait également que les investissements réagissent de manière asymétrique lorsqu'un ralentissement de l'économie vient mettre au jour la mauvaise affectation des ressources, qui représente le deuxième risque. Non seulement l'investissement se ralentit, mais il peut tomber à zéro parce que les entreprises ne veulent pas accroître, même faiblement, une capacité de production déjà excédentaire.

Les risques que fait courir à l'économie l'éclatement d'une bulle financière sont fort bien documentés dans l'histoire. La situation observée au Japon n'en est que le dernier exemple. Ces risques sont suffisants en soi pour justifier l'attention que la banque centrale accorde aux bulles boursières, sans égard aux risques de tensions inflationnistes supplémentaires ou de mauvaise affectation des ressources. (Signalons que le Japon souffre des retombées d'une bulle caractérisant toute l'économie, mais qu'il ne connaissait pas de problème d'inflation générale des prix.)

En conclusion, j'aborderai brièvement deux questions touchant à la façon dont la banque centrale peut réagir aux bulles boursières.

L'une a été évoquée par Giammarino. La Banque du Canada n'a qu'un outil d'intervention à sa disposition — l'action sur les taux d'intérêt à très court terme — et elle ne peut sans doute faire varier ces taux que dans une direction, vers le haut, pour faire éclater une bulle. La question est alors de savoir s'il lui faut agir, quand et avec quelle vigueur.

Cela m'amène à parler de la seconde question, non soulevée par Giammarino : comment convaincre un public nourrissant un optimisme exubérant au sujet des cours boursiers qu'il convient de faire éclater la bulle? Ou encore, à ce compte, comment en convaincre le ministre des Finances? Personnellement, j'aimerais bien être caché derrière les rideaux le jour où le gouverneur Thiessen expliquera à Paul Martin que la Banque du Canada a relevé les taux d'intérêt, même si l'inflation n'était pas préoccupante, parce qu'elle voulait provoquer une forte baisse à la Bourse de Toronto. On peut facilement imaginer la réaction du ministre des Finances! Cependant, affronter des critiques virulentes fait partie, malheureusement, des risques du métier lorsqu'on travaille à la banque centrale.

Un critique de la Banque, le journaliste canadien Terence Corcoran, a soutenu en paraphrasant le gouverneur Thiessen que la banque centrale ne saurait pas reconnaître une bulle boursière si elle avait le nez dessus et que, même si elle pouvait la détecter, elle ne saurait pas quoi faire. Peut-être a-t-il raison. Et, comme l'a conclu Giammarino, il reste de toute évidence

beaucoup de travail à abattre. Cependant, un premier pas a été accompli, et le document très agréable à lire de Giammarino prélude certainement à d'autres études du même genre à la Banque. C'est en tout cas l'espoir que je nourris.

Bibliographie

Domian, D., V. Gilster et D. Louton (1996). « Expected Inflation, Interest Rates, and Stock Returns », *The Financial Review*, vol. 31, novembre, p. 809-830.