

Institut Europlace de Finance – 4 juillet 2003

Panel n°3 :

« La volatilité des marchés est-elle excessive ? »

Participants :

- William D. CRIST, Président d'Honneur, CalPERS
- Bernard DUMAS, Professeur, INSEAD
- Jean-Michel LASRY, Directeur de la Recherche et du Développement et responsable des Risk Solutions, Crédit Agricole Indosuez
- Alain LECLAIR, Président, AFG
- André LEVY-LANG, Professeur Associé, Paris IX Dauphine, Président "Professional Fellows", Institut Europlace de Finance (EIF)
- Yves NACHBAUR, Directeur des Etudes de Marché et des Relations avec la Place financière, Banque de France

Modérateur : Olivier GARNIER, Directeur de la Stratégie et de la Recherche, SGAM

Olivier Garnier ouvre la séance en proposant trois séries de questions au panel: Une question se pose tout d'abord sur la signification du concept même de volatilité excessive. On peut ensuite s'interroger sur les facteurs de cette volatilité, en n'oubliant pas de prendre en compte l'impact des réglementations, des normes comptables et des politiques macroéconomiques menées. Enfin, et dans l'hypothèse où la volatilité serait effectivement considérée comme excessive, on pourrait se demander s'il est possible et souhaitable d'intervenir.

Jean-Michel Lasry rappelle que la volatilité implicite est un prix de marché qui résulte de la confrontation d'une offre et d'une demande d'options. Elle est donc parallèlement à la volatilité historique une caractéristique inhérente au fonctionnement du marché.

L'analyse de la volatilité appelle selon Jean-Michel Lasry deux réflexions :

- Une "rétroaction" peut être observée de la volatilité implicite vers la volatilité historique. Le marché de la volatilité modifie ainsi le "bien" dont il est l'objet. Cette rétroaction n'est pas prise en compte dans les modèles courants, cependant elle est généralement perçue et intégrée par les opérateurs.
- La nécessité de diminuer le risque systémique conduit les banques qui le portent à le transférer vers d'autres acteurs. Ce transfert du risque s'est ainsi traduit, au cours de la période récente, par un développement significatif de la titrisation et du marché des dérivés de crédit.

Bernard Dumas revient ensuite sur les raisons de considérer la volatilité comme excessive et s'appuie pour cela sur des transparents dont le contenu est intégré dans ce qui suit.

Le constat initial d'une volatilité excessive est celui effectué par Robert Shiller dans l'*American Economic Review* en 1981: "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?". L'auteur y effectue notamment la comparaison entre l'historique sur longue période du cours de l'indice Standard and Poor's composite avec celui de la valeur actualisée des dividendes attendus (cf graphe reproduit ci-dessous). Il apparaît ainsi que les fluctuations de la valeur actualisée des dividendes sont beaucoup moins importantes que celles des prix eux-mêmes. Les cours des actions sont manifestement "trop volatiles" pour être justifiés par les dividendes futurs.

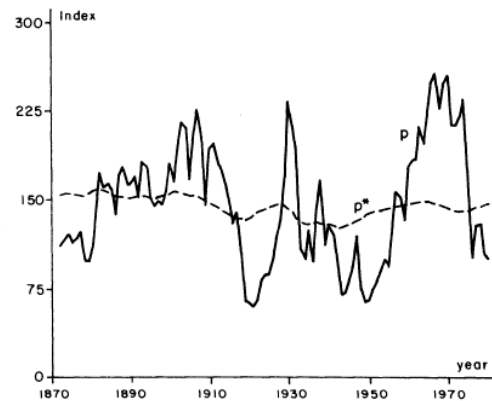


FIGURE 1
Note: Real Standard and Poor's Composite Stock Price Index (solid line p) and *ex post* rational price (dotted line p^*), 1871–1979, both detrended by dividing a long-run exponential growth factor. The variable p^* is the present value of actual subsequent real detrended dividends, subject to an assumption about the present value in 1979 of dividends thereafter. Data are from Data Set 1, Appendix.

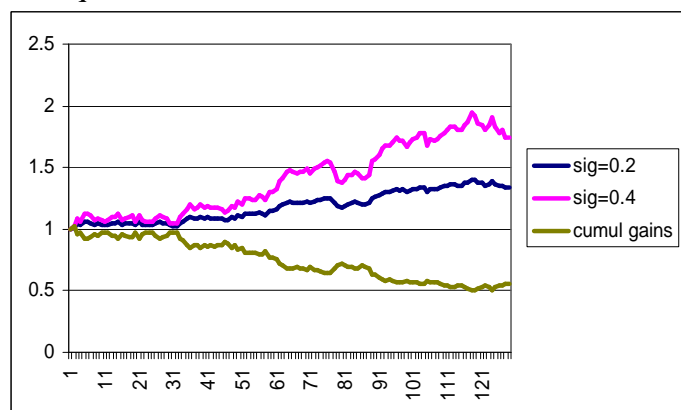
Cette volatilité excessive a différentes causes possibles :

- Une demande d'actions aléatoire et irrationnelle d'intervenants de marché ("noise traders") qui se comportent comme si leur fonction d'utilité était dépendante de variables d'état ("state-dependent"), ou qui s'appuient sur des signaux d'information erronés, comme des craintes infondées relatives aux dividendes futurs.
- Le fait que les marchés ne sont pas complets, par exemple l'impossibilité de traiter le risque de revenu du travail d'une personne.
- L'apparition de phénomènes de bulles : une part importante de la volatilité des prix effectifs est non justifiée et résulte de la fluctuation des risques d'explosion future d'une bulle. Cette volatilité est alors l'expression d'une crainte sur le futur distant.

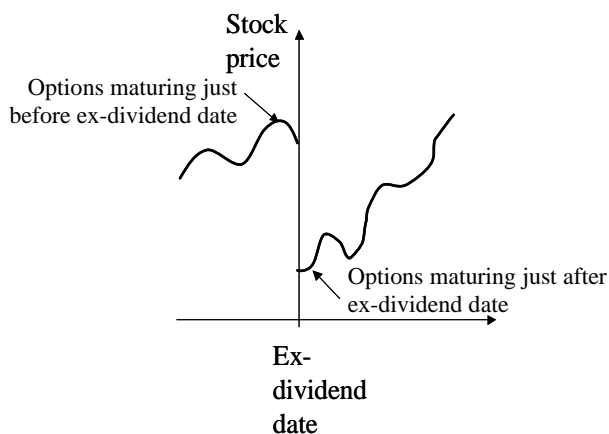
Une question mérite à ce stade d'être posée : l'excès de volatilité ne se traduit-t-il pas - s'il résulte d'un comportement irrationnel d'une ou plusieurs catégories d'intervenants de marché - par des possibilités d'arbitrage pour les intervenants de marché ? Des opérateurs rationnels peuvent-ils tirer avantage de cet excès de volatilité ?

En fait la stratégie à adopter varie probablement selon les causes de l'excès de volatilité considéré. Il convient en tout cas de relever ce qui suit :

- Une stratégie qui consiste à acheter des actions "sous-évaluées" et vendre des actions "surévaluées" n'est pas payante, car des actions excessivement volatiles peuvent rester sur- ou sous-évaluées en permanence (cf graphe).



- Une stratégie d'achat et vente d'options sur actions reviendrait à parier sur les variations de la volatilité or l'objet d'investigation est ici une volatilité excessive en permanence.
- Si l'on considère la volatilité comme excessive par rapport à celle des dividendes (Shiller), un arbitrage devrait exister entre les options sur le prix des actions et des options sur les dividendes seuls. Des produits financiers devraient permettre de détacher les dividendes des actions auxquelles ils se rapportent.
- En pratique, il est possible d'arbitrer la différence entre le prix d'options arrivant à expiration juste avant la date du paiement de dividende (volatilité implicite supérieure) et celui d'options arrivant à expiration juste après cette date (volatilité implicite inférieure). Cela n'est cependant applicable que pour des dividendes dont le versement est proche (en général déjà déclarés). Or il est probable que l'écart de volatilité provient de dividendes distants.



Pour conclure, l'excès de volatilité résulte probablement de craintes sur un futur distant. Si tant est que des instruments d'arbitrage de la volatilité puissent être mis en œuvre, ils portent sur des horizons courts. La difficulté de mise en œuvre de stratégies d'arbitrage de la volatilité explique pourquoi celle-ci reste excessive. Des instruments appropriés (qui restent à déterminer) devraient bénéficier d'une demande forte et permettraient de résoudre le problème de l'excès de volatilité.

André Lévy-Lang considère que la volatilité des prix de marché est nécessaire. Sans volatilité, il ne pourrait en effet y avoir de finance quantitative.

Résultat d'une confrontation entre une demande et une offre de risque, la volatilité traduit de fait les anticipations du marché.

Deux questions peuvent être posées :

- L'évolution de la gouvernance des entreprises a-t-elle des conséquences négatives?
- Globalement, l'importance de la gestion du risque a-t-elle augmenté, abstraction faite de la variation des risques fondamentaux tels que les risques liés à la mondialisation.

William D. Crist rappelle que les fonds de pension ont des horizons de long terme. Les interrogations sur la volatilité se traduisent donc par la question suivante : est-il possible pour eux d'ignorer la volatilité ? La réponse est évidemment négative, puisqu'il leur appartient en effet de gérer la volatilité comme un élément de risque.

CalPERS, pour sa part, gère 150 milliards de dollars dont 64 % sont investis en actions.

D'autres intervenants de marché ont des horizons courts et des comportements spéculatifs qui contribuent à accroître la volatilité. Un certain nombre de facteurs favorisent le développement de l'approche des marchés qui est la leur, tels que, par exemple, la publication par les sociétés cotées de rapports trimestriels.

Dans ce contexte, le problème qui se pose est celui de la rationalité de court terme des intervenants de marché, dans la mesure où elle ne tient pas suffisamment compte de la performance de long terme des entreprises.

La solution, selon William D. Crist, passe par une responsabilisation de tous les acteurs concernés, qu'il s'agisse du management des entreprises, de leurs employés, de leurs actionnaires ou des fonds de pension.

Il apparaît clairement, à cet égard, que l'information financière, notamment celle diffusée par les médias joue un rôle négatif puisqu'elle encourage les comportements spéculatifs et la vision de court terme.

Alain Leclair considère qu'il y a trop souvent confusion entre volatilité et instabilité.

Si l'on s'interroge sur les causes de la bulle spéculative, alors il convient de rappeler les causes du développement de la bulle du début de ce siècle : l'attente -d'ailleurs attribuée à tort par les médias aux gérants de portefeuille- d'un return on equity (ROE) de 15 % par an, les attributions de stock-options, le rôle d'une analyse financière insuffisamment indépendante, l'incapacité des banques et des pouvoirs publics -et il s'agit ici d'un euphémisme puisque l'attribution des licences UMTS par l'Etat a probablement plutôt contribué à accroître la volatilité des marchés- à limiter l'excès d'endettement de sociétés cotées.

Le problème des gérants est plutôt celui de la persistance du dogme markovitzien du benchmarking indiciel. Le procès fait à l'innovation est injuste car les innovations financières contribuent au contraire à la liquidité du marché. Le vrai problème est celui de l'absence d'une épargne longue, comme aux Etats-Unis.

Enfin, en ce qui concerne les assureurs, le problème est d'ordre réglementaire : les ratios prudentiels forcent les assureurs à vendre quand les cours sont bas et tendant donc à entretenir les mouvements baissiers des cours boursiers.

Yves Nachbaur explique que les questions ayant trait à la volatilité des marchés pourraient a priori ne pas sembler concerner les Banques Centrales dont la vocation première est le contrôle de l'inflation. Mais cette vision réductrice n'est pas pertinente parce que la volatilité est une variable de plus en plus intégrée par les participants de marché -pour lesquels elle est un indicateur du risque encouru- et, plus encore, parce que ses accès de hausse - ses excès- peuvent affecter les mécanismes de transmission de la politique monétaire, voire mettre en cause la stabilité financière. A ce double titre, les Banques Centrales doivent bien comprendre les dynamiques de marché qui peuvent provoquer de fortes fluctuations des prix d'actifs et prendre la bonne mesure des interactions entre secteur financier et économie réelle. En ce domaine beaucoup reste à explorer, car les relations ne sont ni simples ni toujours avérées. D'un point de vue opérationnel, et d'une manière générale, pour les acteurs des marchés comme pour les Autorités on doit se garder de surréagir à l'égard d'un phénomène complexe à analyser dans ses causes comme dans ses manifestations. Aller dans la direction d'une meilleure transparence de l'information sur les risques est certainement de nature à améliorer la situation.. Pour les Banques Centrale l'important est de contribuer à réduire les incertitudes et à préserver ainsi la stabilité financière en conduisant des politiques crédibles, claires dans leurs objectifs et ancrées sur le moyen terme.

Discussion

- **Olivier Garnier** se demande pourquoi la volatilité semble être une préoccupation aussi spécifiquement française.

Selon **Alain Leclair**, la raison de cet état de fait provient du fait que la chute des cours a été plus marquée et la volatilité plus forte en France.

- Dans la salle **Pierre-André Chiappori**, Professeur à l'université de Chicago, remarque, à propos de l'intervention de Bernard Dumas, que la question du prix peut être analysée de façon normative (le prix est alors considéré comme outil d'allocation) ou de façon positive (le prix est alors fonction de tout ce que les agents savent à un moment donné). Dans cette seconde optique, on peut se demander pourquoi les marchés n'ont pas arbitré la volatilité compte tenu de la possibilité de développer relativement facilement des instruments tels que ceux mentionnés par Bernard Dumas.

Pour **Bernard Dumas** la volatilité a un coût économique qu'il convient de prendre en compte. S'agissant de l'arbitrage il considère la question de la volatilité est à relier à celle de la prime de risque des actions.

- Pour **William D. Crist**, l'enchaînement est le suivant: la volatilité entraîne l'instabilité qui provoque des difficultés des agents économiques à former leurs anticipations et distord donc l'allocation des investissements. Il s'agit avant tout d'un problème de qualité et de quantité d'information. Interrogé sur la raison pour laquelle les fonds de pension n'ont pas permis de stabiliser les marchés, **William D. Crist** répond que les fonds de pension ont joué un rôle stabilisateur aux Etats-Unis.