

## Les turbulences récentes sur les marchés financiers

Les derniers jours de février et le début du mois de mars ont été marqués par une augmentation brutale mais brève de la volatilité sur les marchés financiers, à des niveaux proches, quoique inférieurs à ceux atteints en mai et juin 2006<sup>1</sup>. Comme au printemps 2006, ces turbulences se sont traduites surtout par un recul des marchés d'actions, mais aussi de certains compartiments des marchés du crédit et par une certaine fébrilité sur les marchés de change.

Par rapport à l'an dernier, les perturbations ont été moins longues et moins intenses : l'épisode n'a duré que deux semaines environ, contre un peu plus de cinq l'an dernier, la volatilité implicite de l'indice boursier américain SP500 (VIX) ne dépassant pas 20 %, alors qu'il avait atteint près de 24 % en juin 2006. Néanmoins, ces turbulences sont intervenues dans un contexte différent qui appelle les participants de marché à ne pas sous-estimer les risques auxquels ils sont exposés.

D'abord, l'incertitude macroéconomique paraît s'être accrue, notamment aux États-Unis. Après plusieurs années de croissance très rapide, les profits des entreprises américaines pourraient progresser à un rythme ralenti et retrouver un niveau inférieur à leur moyenne de long terme en pourcentage du PIB. En outre, les difficultés liées au financement de l'immobilier, qui touchent plus particulièrement le segment des prêts aux emprunteurs risqués (dits *subprime*), ont été perçues comme pouvant à la fois s'étendre à d'autres composantes du secteur financier et finir par peser sur la consommation des ménages. C'est dans ce contexte que doit être appréciée la situation de la bourse américaine dont l'évolution paraît maintenant plus tributaire d'un ralentissement de la croissance des profits que d'une éventuelle révision à la hausse des primes de risque.

Ensuite, les interrogations sur la soutenabilité des positions à effet de levier et sur la résilience des marchés de crédit sont encore plus présentes.

Sur les marchés des changes, en particulier, on a pu constater une brève désaffection pour certaines positions de portage à caractère spéculatif (*carry trades*). En conséquence, les devises de financement, yen et franc suisse, se sont temporairement appréciées face aux devises à haut rendement (dollar australien, livre turque, etc.), mais aussi face au dollar et à l'euro.

L'exemple du compartiment *subprime* montre qu'une mauvaise prise en compte de certains paramètres dans les modèles de valorisation peut conduire à sous-estimer l'ampleur des variations de cours ou de primes de risques. Il est possible que les réactions du système financier soient maintenant plus délicates à appréhender et à anticiper à cause des nouveaux mécanismes de transfert de risque<sup>2</sup>, dont on ne mesure pas forcément bien toutes les conséquences.

Enfin, l'épisode de février-mars 2007 diffère de celui de mai-juin 2006 en ce qui concerne les taux longs. En 2006, les craintes d'inflation aux États-Unis notamment avaient contribué au déclenchement des turbulences et à une première phase de hausse des taux longs ; ce n'est que dans un deuxième temps que les marchés obligataires s'étaient redressés. Cette fois, ils ont été peu perturbés, jouant même dès le début le rôle de valeur

<sup>1</sup> Sur les turbulences de mai et juin 2006, cf. focus du Bulletin n° 150 – Juin 2006, « Augmentation générale, mais différenciée, de la volatilité des marchés lors des turbulences financières récentes », [www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/150focus.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/150focus.pdf)

<sup>2</sup> Sur les mécanismes de transfert de risque, cf. chronique de la Revue de la stabilité financière n°9, décembre 2006, « Les mécanismes de transfert de risque sont-ils suffisamment robustes ? », [www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2006/chroni3\\_1206.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2006/chroni3_1206.pdf)

refuge. Malgré les incertitudes économiques, l'ancrage des anticipations d'inflation à long-terme, recherché par les banques centrales, a probablement aidé à limiter les effets de ces perturbations. Cet ancrage continue donc de jouer un rôle-clé pour la stabilité monétaire et financière.

Cet épisode ne devrait pas à lui seul être interprété comme un signe avéré de la robustesse du système financier. Comme indiqué déjà dans l'éditorial du *Bulletin* du mois dernier, l'abondance de la liquidité mondiale peut altérer la perception des risques. Dans ces conditions, nombre d'intervenants de marché sont sans doute insuffisamment protégés contre des chocs adverses non anticipés, qui paraissent aujourd'hui peu probables mais pourraient être fortement déstabilisateurs.