

En juin 2024, une augmentation de l'incertitude sur les marchés financiers spécifique à la France et significative, mais pas majeure

Les chocs d'incertitude, qu'ils soient provoqués par des facteurs politiques, géopolitiques ou macroéconomiques, sont susceptibles d'affecter l'économie réelle. En effet, les décisions des agents économiques dépendent de l'appréciation qu'ils portent sur la situation future de l'ensemble de l'économie. Un contexte soudainement plus incertain, à la suite d'événements exceptionnels (des crises politiques ou géopolitiques par exemple) peut donc constituer un « choc d'incertitude ». Un tel choc peut se matérialiser par une suite de turbulences financières : en particulier, la volatilité des marchés actions est une mesure macroéconomique corrélée à l'incertitude au niveau individuel. Or, de tels événements sont susceptibles de brouiller les anticipations des agents économiques et de se transmettre à l'économie réelle. Dans le cas de la France, un choc d'incertitude, défini en retenant sur longue période les principaux épisodes de volatilité financière (un seuil correspondant aux 5 % de valeurs mensuelles les plus élevées a été choisi), a un impact significatif sur l'activité : l'indice de production industrielle (IPI) baisse durant l'année qui suit le choc et atteint transitoirement un niveau inférieur de 1 % à celui qui aurait prévalu en l'absence de choc.

L'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale a entraîné une forte volatilité, en juin 2024, sur les marchés financiers hexagonaux. Il est toutefois nécessaire de construire, sur longue période, un indicateur pour déterminer l'importance de cette hausse de volatilité par rapport aux derniers épisodes de « chocs » recensés. La méthodologie utilisée dans cet éclairage permet de quantifier l'ampleur de la volatilité et donc d'identifier les principaux chocs d'incertitude sur la période récente : si les différents épisodes de la pandémie de Covid ou de l'invasion de l'Ukraine ont provoqué une hausse majeure de la volatilité, ce n'est pas le cas de la dissolution de l'Assemblée nationale. La volatilité observée au mois de juin 2024 sur le CAC 40 a certes augmenté mais est restée contenue : au niveau macroéconomique, il s'agirait ainsi d'un choc d'incertitude important mais pas majeur. L'évènement n'en demeure pas moins singulier dans la mesure où il s'agit d'un choc spécifique à la France, là où les chocs d'incertitude précédents étaient plutôt causés par des événements mondiaux ou européens.

Raphaële Adjerad, Gaston Vermersch

Une hausse de l'incertitude est susceptible de générer de l'attentisme, notamment en ce qui concerne l'investissement des entreprises

Les chocs d'incertitude affectent les décisions des agents économiques, qui dépendent de l'appréciation que ces derniers portent sur la situation future de l'ensemble de l'économie. De tels comportements attentistes peuvent affecter les ménages dans leur arbitrage entre consommation et épargne, mais concernent particulièrement les décisions d'investissement des entreprises. En effet, dans un environnement incertain, celles-ci sont plus à même de décider de différer ou de réduire la taille de leurs projets afin de limiter les risques de surproduction et de se trouver à court de trésorerie, les décisions d'investissement étant difficilement réversibles. Ainsi, une augmentation de l'incertitude est de nature à freiner l'activité économique.

L'incertitude n'est pas directement observable mais peut être approchée en étudiant la volatilité des marchés financiers

L'incertitude à laquelle font face les acteurs économiques n'est pas directement observable. Toutefois, ► **Bloom (2009)** a démontré que la volatilité des marchés actions est une mesure macroéconomique corrélée à l'incertitude au niveau individuel et qu'elle a, en outre, un impact sur les variables macroéconomiques réelles. Ainsi, la plupart des travaux sur les chocs d'incertitude utilisent la volatilité des marchés financiers comme indicateur de l'incertitude ressentie par les acteurs économiques. En particulier, la BCE publie, tous les mois et pour chaque pays de l'Union européenne, un indice d'incertitude financière (CLIFS, *Country-level index of financial stress*), construit à partir de données financières issues de trois types de marchés différents : actions, obligations et change (► **Duprey et Klaus 2015**).

Une telle approche ne permet pas en revanche d'identifier l'origine de cette incertitude (événements naturels, crises politiques internes, situation internationale, etc.). Pour apprécier l'origine politique de l'incertitude, ► **Baker, Bloom**

Note de conjoncture

et Davis (2016) construisent un indicateur synthétique en partie fondé sur la fréquence de la mention de l'incertitude politique dans les grands quotidiens américains, sur la base de certains mots clés (comme « économie » associé à « incertitude »). Ils montrent qu'une hausse de l'incertitude ainsi mesurée, s'accompagne d'une contraction significative de l'investissement, du PIB et de l'emploi. Cet indicateur est actualisé [tous les mois par les auteurs](#) et répliqué pour la plupart des grandes économies. Pour la France, les auteurs utilisent les sites de deux grands quotidiens (*Le Monde* et *Le Figaro*) pour construire leur indicateur d'incertitude politique depuis 1987. Dans un article récent utilisant une méthode proche, [► Hee Hong, Ke et Nguyen \(2024\)](#) montrent qu'un choc d'incertitude budgétaire entraîne une contraction de la production industrielle et une hausse du coût de l'endettement pour plusieurs pays avancés, dont la France.

En France, les chocs d'incertitude freinent habituellement l'activité industrielle pendant plusieurs mois

Dans le cas de la France, [► Zakhartchouk \(2012\)](#) construit un indicateur d'incertitude à partir des épisodes de hausse brutale de la volatilité des cotations boursières. Il démontre qu'un choc d'incertitude, défini en retenant sur longue période les principaux épisodes de volatilité financière (un seuil correspondant aux 5 % de valeurs mensuelles les plus élevées a été choisi), a un impact significatif sur l'activité, et notamment industrielle. L'indice de production industrielle (IPI) baisse, en effet, durant les dix mois qui suivent le choc. Au plus fort de cette période de « crise d'incertitude », l'IPI est inférieur de 1 % au niveau qui aurait prévalu en l'absence de choc. À partir du onzième mois, l'IPI augmente à nouveau pour se rapprocher de son niveau de long terme, auquel il revient autour du vingtième mois. Dans une analyse plus récente sur l'ensemble de la zone euro, [► Bobasu et al. \(2021\)](#) utilisent un indicateur d'incertitude plus complexe qui reflète la difficulté à prévoir un ensemble de variables réelles et financières (PIB, emploi, production industrielle, ventes au détail, consommation des ménages, indices des prix, taux d'intérêt, etc.). Ils montrent que la production industrielle réagit négativement à un tel choc et que celui-ci se dissipe au bout d'un an environ. Ils mettent également en évidence une hausse du chômage consécutive à ces chocs, avec un retour à la situation initiale au bout de deux ans.

La volatilité financière en France a significativement augmenté en juin face à la surprise des élections législatives anticipées

L'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale, le dimanche 9 juin 2024, constitue un événement exogène, non anticipé par les marchés financiers. Cette surprise a entraîné, la semaine du 10 juin 2024, un net repli de l'indice boursier du CAC 40, mesurant la cotation des 40 actions les plus activement négociées sur le marché financier Euronext Paris : l'indice a baissé de 3 % en moyenne sur la semaine par rapport à la semaine précédente ([► figure 1](#)).

► 1. Niveau des indices boursiers depuis janvier 2024

(niveau : en points)



Dernier point : 30 septembre 2024.

Lecture : le CAC 40 s'élève à 7 635 points le 30 septembre 2024.

Source : S&P, calculs Insee.

Contrairement au CAC 40, l'indice S&P 500 américain, qui se fonde sur 500 grandes entreprises cotées aux États-Unis, n'a pas connu de repli la semaine du 10 juin 2024 et a poursuivi sa tendance haussière. L'indice DAX 30 allemand, basé sur 30 grandes entreprises cotées à la bourse de Francfort, s'est quant à lui replié de 1,2 % la semaine suivant l'annonce de la dissolution. Sur la même semaine, le rendement du Bund à 10 ans (considéré comme l'emprunt sans risque de la zone euro) a perdu 26 points de base (► **figure 2**) et l'écart de taux d'emprunt entre la France et l'Allemagne a augmenté. Ainsi, face à la hausse de l'incertitude alimentée par le contexte politique français, les investisseurs ont pu chercher une valeur refuge, ce qui est susceptible d'avoir entraîné la baisse des taux souverains allemands.

L'origine politique de l'incertitude peut être mise en évidence en mobilisant l'indicateur calculé à partir des coupures de presse par ► **Baker et al (2016)**. En France, cet indicateur d'incertitude politique a fortement augmenté en juin 2024, retrouvant un niveau proche du maximum atteint en avril 2017, période d'élection présidentielle¹. Toutefois, cet indicateur est resté moins élevé en France en juin qu'en Allemagne depuis l'invasion de l'Ukraine, ou qu'au Royaume-Uni au moment du Brexit (► **figure 3**).

¹ Cet épisode ne s'était, par ailleurs, pas traduit par une hausse particulière de la volatilité sur les marchés français. Ainsi, tous les chocs d'incertitude politique ne se transforment pas en chocs d'incertitude financière.

► 2. Taux d'intérêt d'emprunt

(en %)



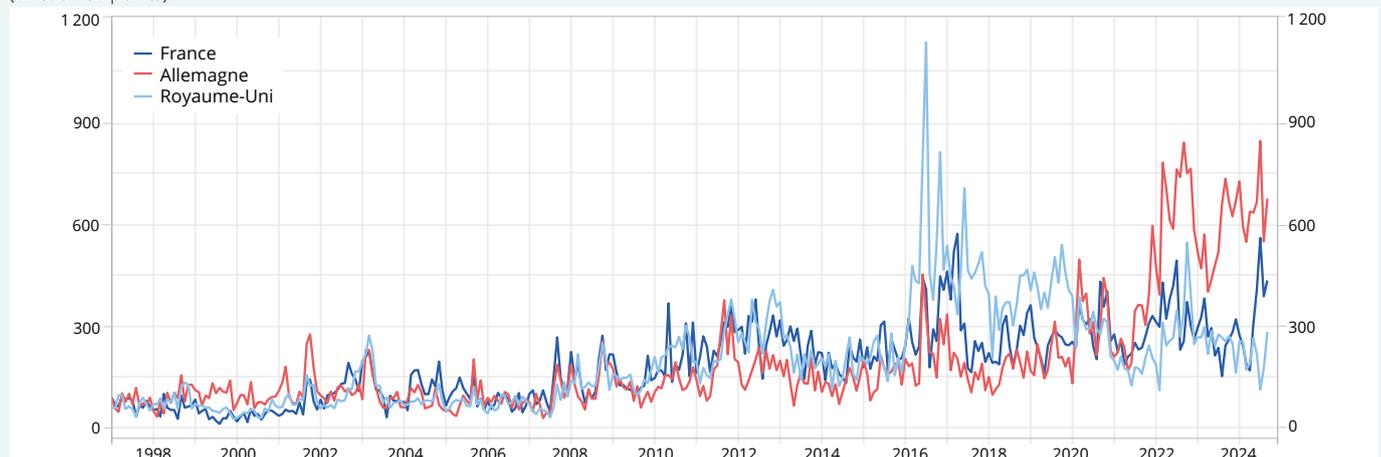
Dernier point : 30 septembre 2024.

Lecture : le taux d'intérêt d'emprunt de la France à 10 ans se situait à 2,9 % le 30 septembre 2024.

Source : S&P, calculs Insee.

► 3. Indicateur d'incertitude politique

(niveau : en points)



Dernier point : septembre 2024.

Source : Economic Policy Uncertainty Index, Baker et al.

Note de conjoncture

L'augmentation de la volatilité financière sur les marchés financiers en juin 2024 a été substantielle mais pas majeure

Afin de quantifier cette hausse de volatilité financière et la comparer aux précédents épisodes de chocs, un indicateur d'incertitude est construit en s'inspirant de [Zakhartchouk \(2012\)](#). Calculé en rapportant la variance mensuelle² du CAC 40 à son niveau moyen sur le mois ([figure 4](#)), il présente bien une augmentation marquée sur le mois de juin 2024. Il est bien corrélé à l'indice d'incertitude financière de la BCE (CLIFS) pour la France, mais demeure plus volatil que ce dernier ([figure 5](#)) : en effet, l'indicateur ainsi calculé permet de capturer des chocs ponctuels d'incertitude, tandis que l'indice CLIFS permet plutôt d'identifier des périodes d'incertitude prolongées.

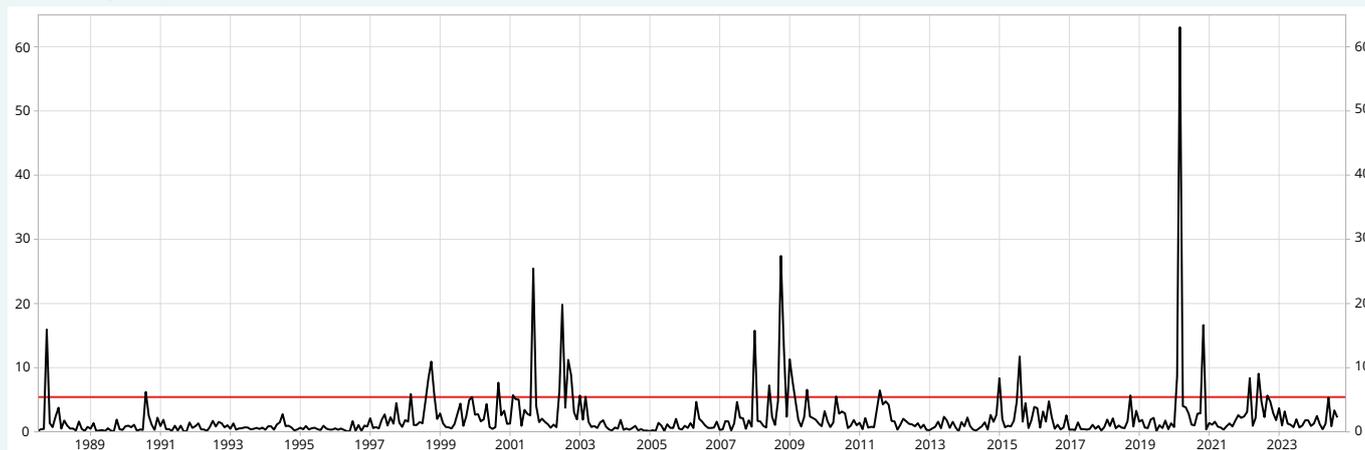
Cet indicateur d'incertitude peut ensuite être transformé en signal binaire de « choc ». Deux conditions sont définies pour qu'un épisode de forte volatilité soit considéré comme un choc d'incertitude :

- Qu'il dépasse un seuil de significativité, ce qui permet de définir quantitativement le caractère exceptionnel du choc. Le seuil choisi ici correspond au niveau permettant de retenir les 5 % de valeurs les plus élevées. Ce seuil est conventionnel et une autre valeur, par exemple 10 %, aurait pu être retenue.
- Qu'un choc similaire n'ait pas eu lieu au cours des trois mois précédents. Cette condition permet d'identifier un choc unique lorsque la volatilité est exceptionnellement élevée pendant plusieurs mois.

² La variance mensuelle est calculée à partir de données quotidiennes. Pour chaque jour, c'est la valeur de clôture de l'indice sur la séance qui est retenue.

► 4. Volatilité du CAC 40 rapportée au niveau moyen de l'indice

(niveau : en points)



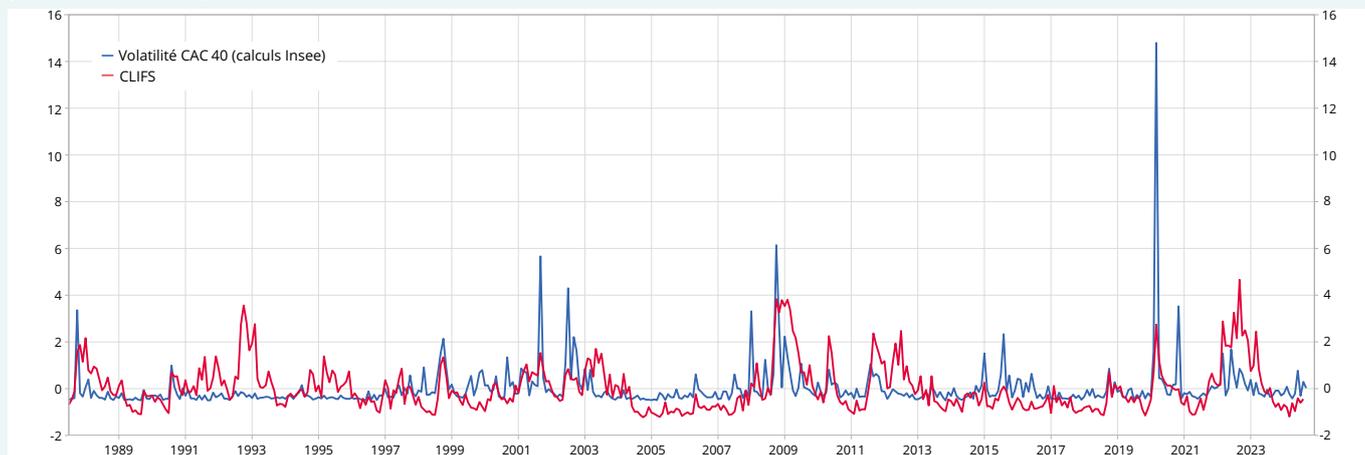
Dernier point : septembre 2024.

Lecture : la variance mensuelle du CAC 40 rapportée au niveau moyen de l'indice se situait à 2,2 en septembre 2024, soit en dessous du seuil retenu pour caractériser un choc (barre horizontale rouge).

Source : S&P, calculs Insee.

► 5. Indicateur de volatilité du CAC 40 et CLIFS

(niveau centrés-réduits)



Dernier point : septembre 2024 pour le CAC 40 ; août 2024 pour le CLIFS.

Note : les indices ont été centrés et réduits pour comparaison.

Source : S&P, BCE, calculs Insee.

Ainsi défini, l'indicateur obtenu ne quantifie donc pas le niveau d'incertitude de l'économie, mais repère une hausse soudaine de l'incertitude : l'augmentation de l'indicateur de volatilité au-delà du seuil retenu est interprété comme la survenue d'un choc d'incertitude.

Cette méthodologie conduit à repérer une vingtaine de chocs d'incertitude sur la période 1987-2024. Sur la période la plus récente, les épisodes identifiés sont les suivants (les chocs antérieurs à 2012 sont, quant à eux, listés dans

► **Zakhartchouk, 2012**) :

- Janvier 2015 : le CAC 40 a connu une forte hausse en raison du début du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque Centrale Européenne (BCE), dans un contexte de crainte d'une spirale déflationniste en zone euro.
- Août 2015 : les craintes suscitées par le ralentissement de l'économie chinoise ont provoqué la baisse des indices boursiers asiatiques, qui s'est ensuite propagée aux indices occidentaux.
- Octobre 2018 : l'escalade des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, les hausses successives de taux directeur de la Réserve fédérale américaine, ainsi qu'un regain de tension en zone euro entre la Commission européenne et le gouvernement italien dans le cadre de l'élaboration du budget 2019 sont autant de facteurs ayant pesé sur le CAC 40 à la fin de l'année 2018.
- Février 2020 : la propagation de la pandémie de Covid à travers le monde a provoqué une forte augmentation de la volatilité du CAC 40 dès février 2020. Cette dernière a atteint son maximum historique en mars.
- Novembre 2020 : dans le contexte de la seconde vague pandémique, le CAC 40 a connu une brusque augmentation le 9 novembre 2020, à la suite de l'annonce des résultats intermédiaires de la phase finale d'essai du vaccin Pfizer BioNTech contre le Covid.
- Mars 2022 : ce choc d'incertitude est provoqué par l'invasion de l'Ukraine par l'armée russe.
- Juin-septembre 2022 : des craintes de récession ont émergé face à la remontée rapide de l'inflation et aux premières décisions des banques centrales de resserrer leur politique monétaire.

La hausse de la volatilité, observable en juin 2024 à la suite de la dissolution de l'Assemblée nationale, se situe juste en deçà du seuil retenu. Toutefois, le seuil de 5 % reste conventionnel, et la volatilité de juin 2024 se situe largement dans les 10 % les plus élevées depuis 1987.

Par ailleurs, l'indicateur proposé n'est construit qu'à partir des marchés actions, alors qu'une partie du choc a pu transiter via les marchés obligataires. Toutefois, l'indicateur CLIFS pour la France qui synthétise la volatilité sur trois marchés (obligations, actions et change) ne montre pas non plus une hausse très marquée en juin 2024. Ainsi, si les mentions dans la presse de l'incertitude politique ont été nombreuses (► **figure 3**), l'épisode de juin 2024 ne constitue pas, en termes de volatilité financière, un choc d'incertitude majeur mais peut tout de même être qualifié de choc substantiel. L'évènement n'en demeure pas moins singulier dans la mesure où il s'agit d'un choc idiosyncratique à la France, là où les chocs d'incertitude précédents étaient plutôt causés par des évènements globaux. ●

Bibliographie

Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis (2016). « Measuring Economic Policy Uncertainty, » *Quarterly Journal of Economics*, 131, no. 4 (novembre), 1593-1636.

Bloom N. (2009), « The Impact of Uncertainty Shocks », *Econometrica*, volume n°77-3, pp 623-685, mai.

Bobasu A., Geis A., Quagliarietti L., and Ricci M. (2021), « Tracking global economic uncertainty: implications for the euro area », *Working Paper Series n°2541*, European Central Bank, avril.

Hee Hong G., Ke S., and Nguyen AD M. (2024), « The Economic Impact of Fiscal Policy Uncertainty: Evidence from a New Cross-Country Database », *Working Papers n°2024-209*, FMI, septembre.

Zakhartchouk A. (2012), « Les chocs d'incertitude freinent l'activité », *Note de conjoncture* de mars 2012, Insee, mars. ●