

Les marchés financiers croient n'importe quoi

Les corrections successives des marchés d'actions en février-mars 2007 sont liées à une série de craintes des marchés :

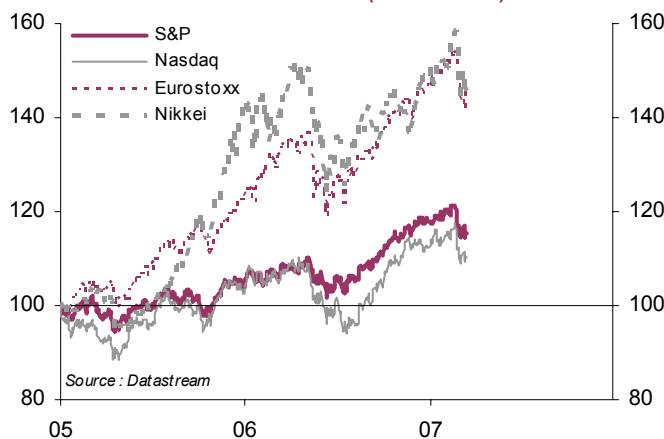
- *la liquidité va se raréfier (fin du "carry trade") ;*
- *l'économie chinoise va fortement ralentir ;*
- *il peut y avoir une récession aux Etats-Unis ;*
- *la profitabilité va se retourner à la baisse ;*
- *la crise du crédit immobilier "subprime" (et des crédits à taux variables, ARMs) aux Etats-Unis va déclencher une crise bancaire et financière.*

Or, toutes ces affirmations sont fausses. La crédulité et l'absence de sang froid des marchés financiers sont donc remarquables.

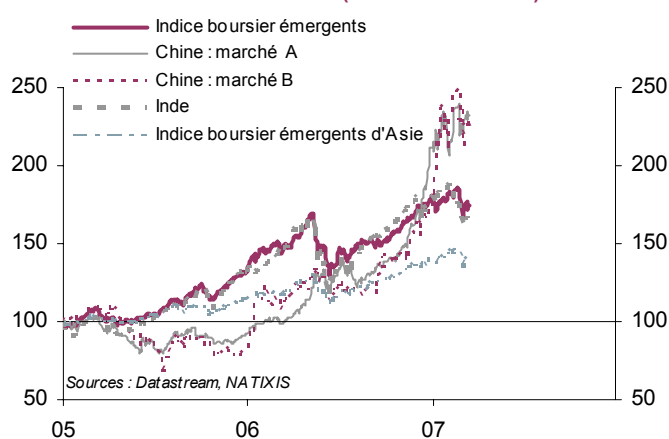
Une série de corrections de marché en février-mars 2007 liées à une succession de craintes

Les graphiques 1a-1b-1c-1d rappellent la succession de corrections des marchés des actions en février-mars 2007.

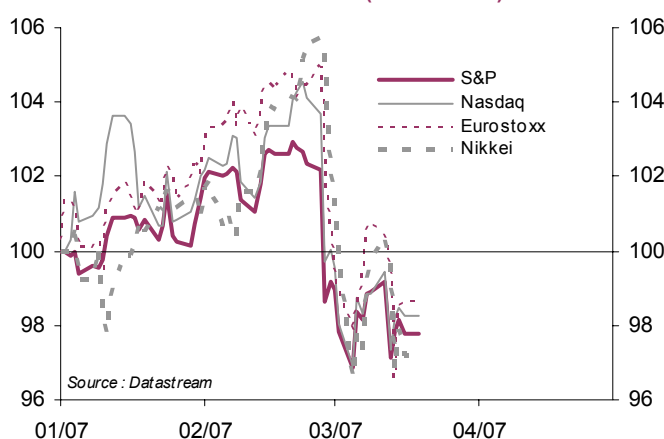
Graphique 1a
Indices boursiers (100 en 2005)



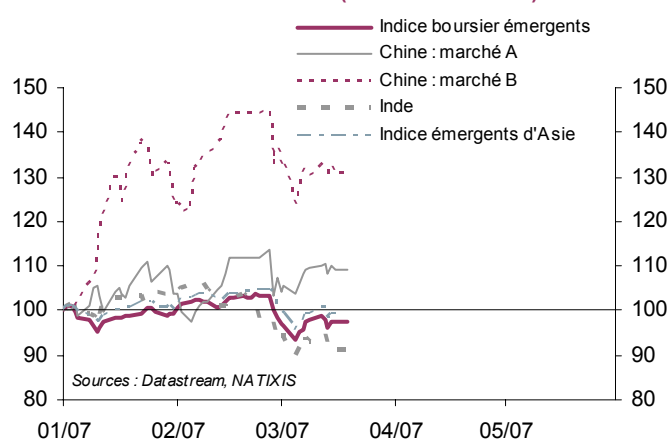
Graphique 1b
Indices boursiers (base 100 en 2005)



Graphique 1c
Indices boursiers (100 en 2007)



Graphique 1d
Indices boursiers (base 100 en 2007)



Ces corrections sont nées de **frayeurs successives** des opérateurs, concernant :

- la disponibilité de liquidités (fin des carry trade) ;
- la croissance chinoise (d'où le recul initial de la bourse chinoise) ;
- la croissance américaine (possibilité d'une récession venant de la crise de la construction) ;
- la rentabilité des entreprises (retournement à la baisse inéluctable après des années de hausse) ;
- la possibilité d'une crise bancaire aux Etats-Unis (partant du subprime mortgage ou des crédits à taux variables, les ARMs).

Il est intéressant de noter que **toutes ces frayeurs sont sans objet**.

Toutes ces frayeurs sont sans objet

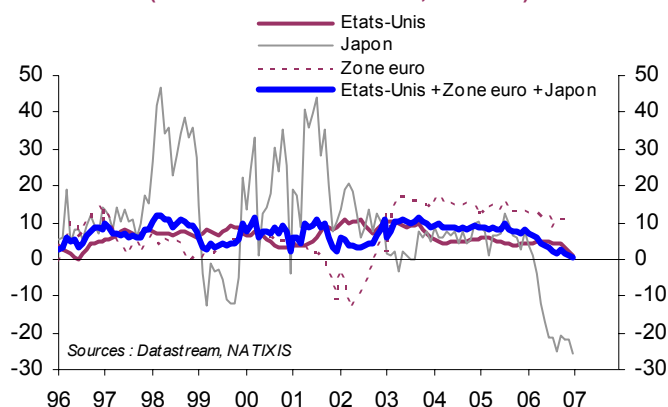
Prenons-les dans l'ordre vu ci-dessus.

1 Disponibilité de liquidités

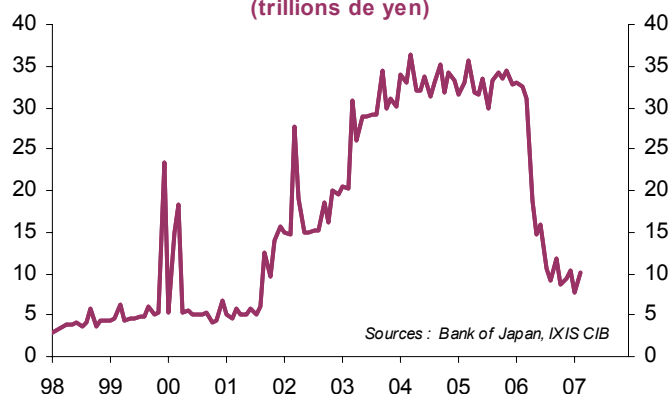
On sait que la liquidité résulte de la création de base monétaire par les banques centrales. Elle-même résulte aujourd'hui totalement de la création monétaire (de monnaie de banque centrale) qui provient de l'accumulation de réserves de change par les banques centrales des pays émergents et exportateurs de matières premières.

La base monétaire stagne dans l'ensemble constitué des Etats-Unis, de la zone euro, du Japon (graphique 2).

Graphique 2
Bases monétaires
(en monnaies nationales, GA en %)



Graphique 3
Japon : comptes de réserves des banques
commerciales à la Banque Centrale
(trillions de yen)



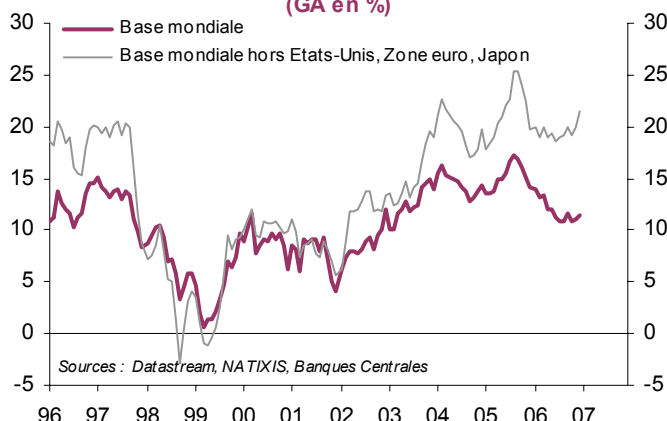
Ceci vient du passage à une politique monétaire plus restrictive aux Etats-Unis et de l'élimination des réserves excédentaires des banques auprès de la Banque Centrale au Japon (graphique 3).

Mais ceci n'indique absolument pas que la liquidité mondiale devient rare, en effet :

- la réduction des réserves excédentaires des banques japonaises ne correspond pas à un durcissement de la politique monétaire, précisément parce qu'il s'agit de réserves excédentaires, donc non utilisées par les banques ;
- **la liquidité mondiale continue à croître très rapidement (graphique 4a),** alimentée par la monnaie banque centrale créée à l'occasion de l'accumulation de réserves de change (graphique 4b).

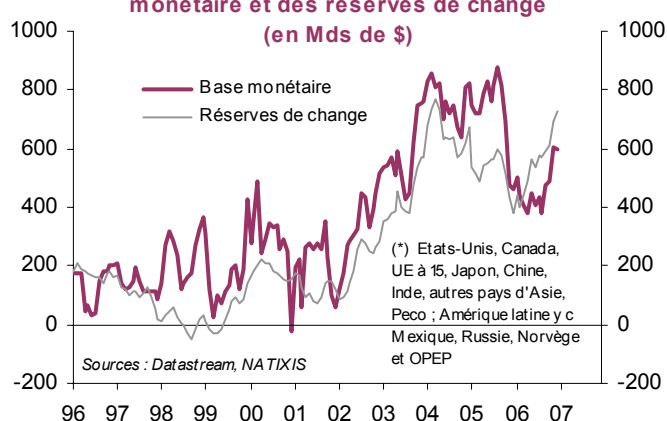
Graphique 4a

Base monétaire mondiale en monnaie nationale (GA en %)



Graphique 4b

Monde* : Variation sur un an de la base monétaire et des réserves de change (en Mds de \$)

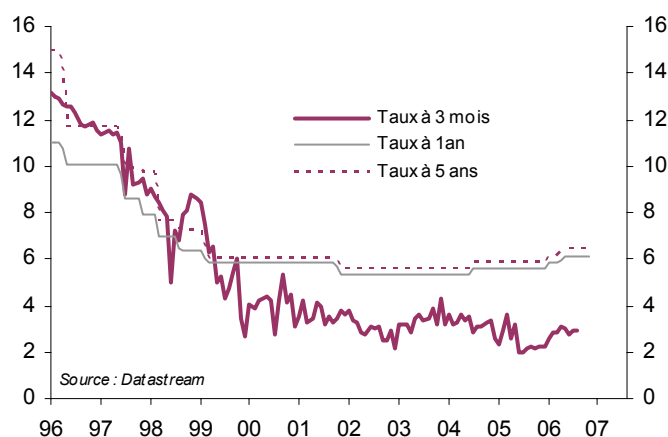


Il n'y a donc aucune rareté de la liquidité mondiale, au contraire, puisque l'accumulation de réserves de change (par les émergents d'Asie, les exportateurs de matières premières...) accélère. Il faut donc bien regarder l'ensemble de la base monétaire, et pas seulement celle de quelques grands pays de l'OCDE.

2 Ralentissement de l'économie chinoise

Un des facteurs déclencheurs des reculs boursiers (y compris en Chine, voir graphiques 1b-1d), est la crainte par les marchés financiers d'un ralentissement important de l'économie chinoise, soit spontané, soit organisé par le gouvernement chinois (il y a eu effectivement hausse des taux de réserves obligatoires des banques et des taux d'intérêt en Chine, graphique 5).

Graphique 5
Chine : taux d'intérêt



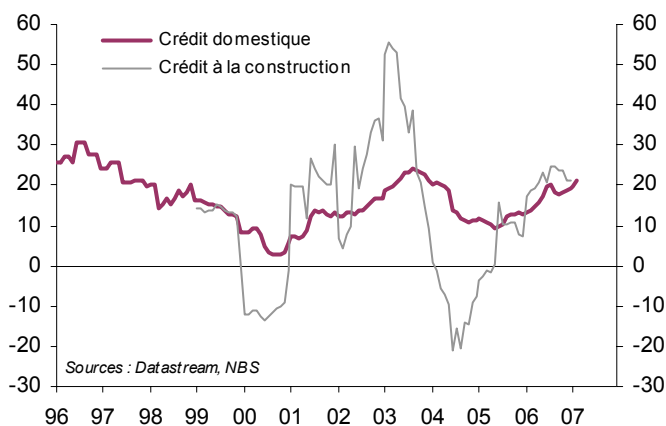
Mais voit-on effectivement des signes de ralentissement de l'économie chinoise ? La réponse est négative :

- le crédit continue à progresser rapidement (graphique 6a), y compris le crédit à la construction ;
- toutes les formes d'investissement (infrastructures publiques, construction, productif) croissent très rapidement (graphiques 6b-6c) ;

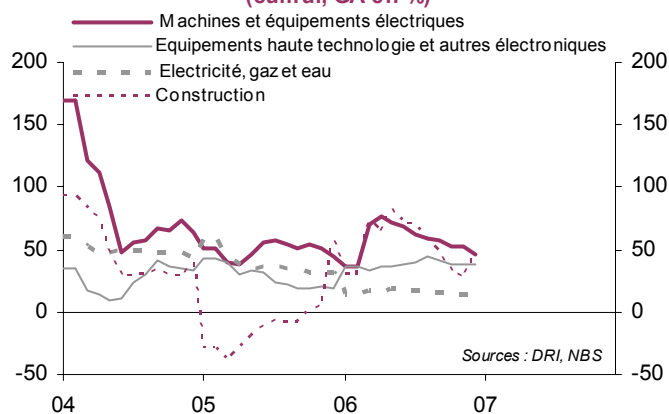
- les ventes au détail et les exportations sont en croissance très rapide (**graphique 6c**) ;
- **il n'y a aucun signe de surchauffe en Chine.** Puisque la croissance est tirée par les investissements (par l'offre), il n'y a pas d'inflation (**graphique 6d**), une fois enlevé l'effet des prix de l'alimentation qui sont administrés. Comme il y a de très fortes migrations des campagnes vers les villes (**graphique 6e**), il n'y a pas (significativement) de goulets d'étranglement sur le marché du travail.

L'objectif du gouvernement chinois ne peut pas être de freiner globalement la croissance avec l'importance du chômage urbain, des migrations des campagnes vers les villes, avec le besoin de réduire les inégalités de revenus (**graphique 6f**), les programmes annoncés d'investissement dans les infrastructures de transport, l'énergie, la santé, l'éducation.

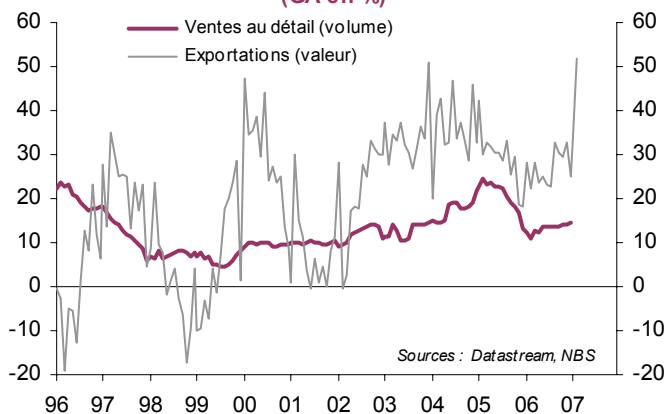
Graphique 6a
Chine : crédits (GA en %)



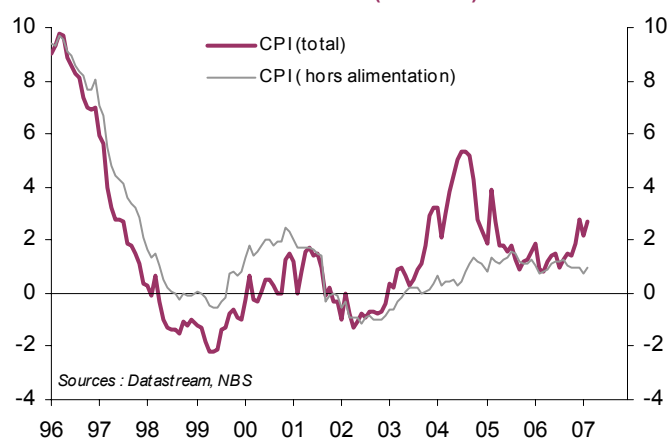
Graphique 6b
Chine : investissement par secteur d'activité (cumul, GA en %)



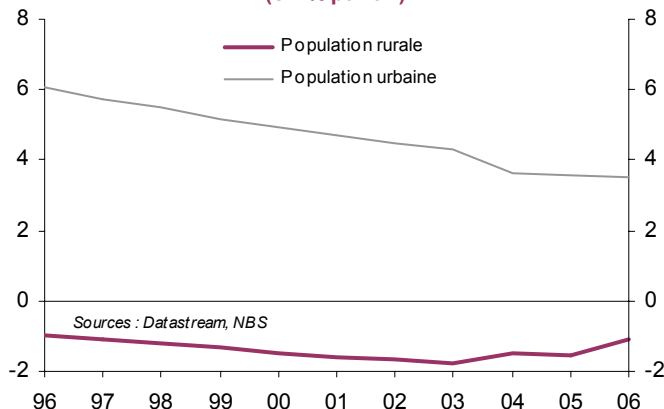
Graphique 6c
Chine : ventes au détail et exportations (GA en %)



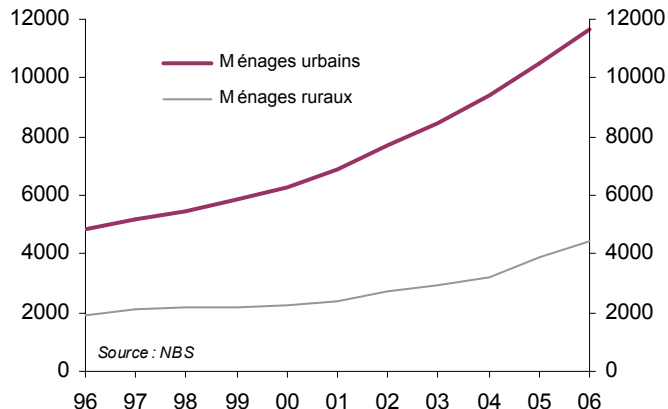
Graphique 6d
Chine : Inflation (GA en %)



Graphique 6e
Chine : Population urbaine et rurale
(en % par an)



Graphique 6f
Chine : Revenu annuel par tête (en RMB)



L'objectif du gouvernement est simplement de freiner la croissance de certains investissements spéculatifs (construction) ou de certaines installations industrielles très polluantes.

3 Evolution de la profitabilité

On entend souvent, comme explication du recul des bourses, **l'impossibilité que la profitabilité (les résultats) continue à progresser étant donné le niveau atteint.**

On a vu en effet une forte croissance durable des résultats des sociétés cotées (**tableau 1 et graphique 7**).

Graphique 7
Bénéfices Nets par Action (100 en 1996)

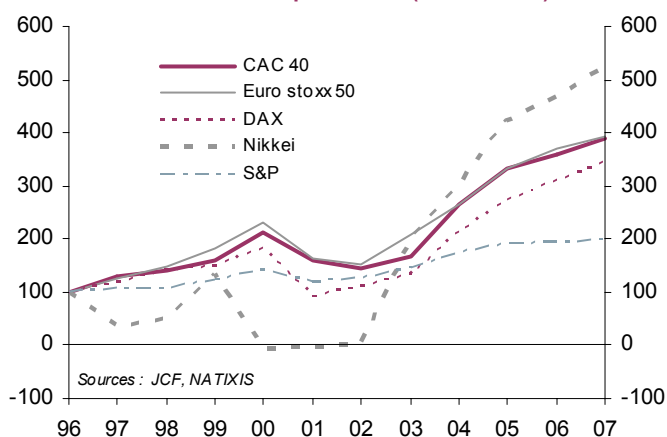


Tableau 1
Croissance des BNA médian (en %)

	S&P	Eurostoxx 50	Nikkei
1996	14,8	15,8	9,5
1997	14,4	14,9	-6,1
1998	12,0	10,1	-23,6
1999	15,9	15,2	17,3
2000	15,2	13,4	36,9
2001	4,0	3,0	-37,1
2002	12,7	0,3	30,7
2003	16,1	6,3	69,8
2004	19,7	18,7	24,8
2005	16,4	8,7	28,9
2006	11,9	13,9	14,4
2007	12,3	8,4	11,3

Sources : JCF, S&P, NATIXIS

Certaines craintes viennent, mécaniquement, de l'idée que le nombre d'années de hausse des profits est limité.

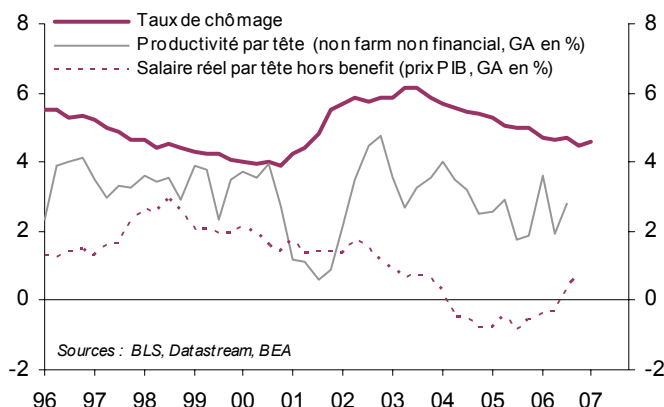
Plus sérieusement **d'autres craignent, à ce stade du cycle, une inversion de la hiérarchie des gains de productivité et des hausses de salaires réels.**

Dans le passé, en effet, la baisse du taux de chômage amenait, à un certain stade, une hausse forte des salaires réels et une baisse de la profitabilité (le cas des Etats-Unis de 1997 à 2000 est très clair, **graphiques 8a et 9**). **Mais ce mécanisme a disparu aujourd'hui.**

Les hausses de salaires réels restent extrêmement faibles, même lorsque le taux de chômage est devenu bas, proche du chômage structurel (Etats-Unis, zone euro, Japon, graphiques 8a-8b-8c-8d).

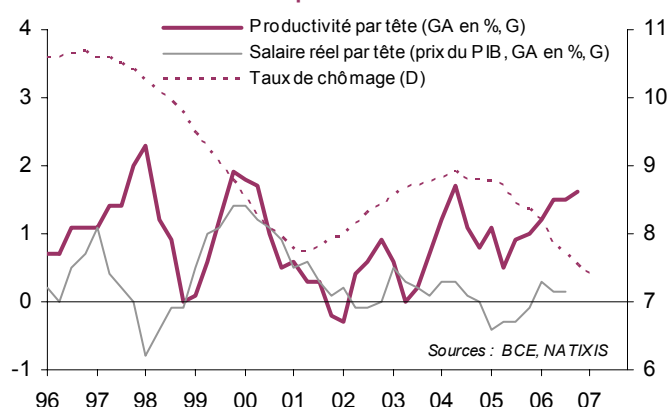
Graphique 8a

Etats-Unis : taux de chômage, productivité et salaire



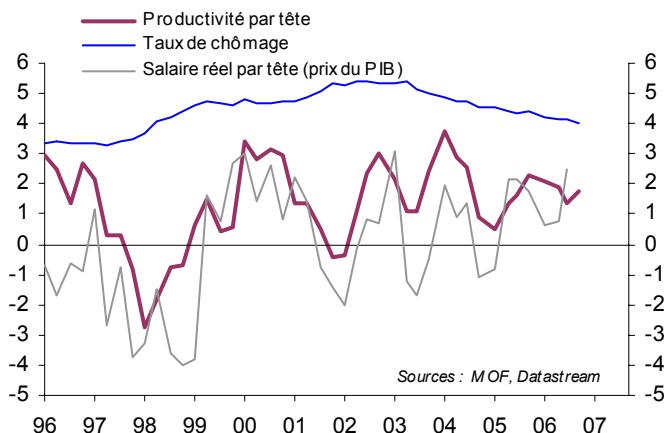
Graphique 8b

Zone euro : chômage, productivité et salaire par tête



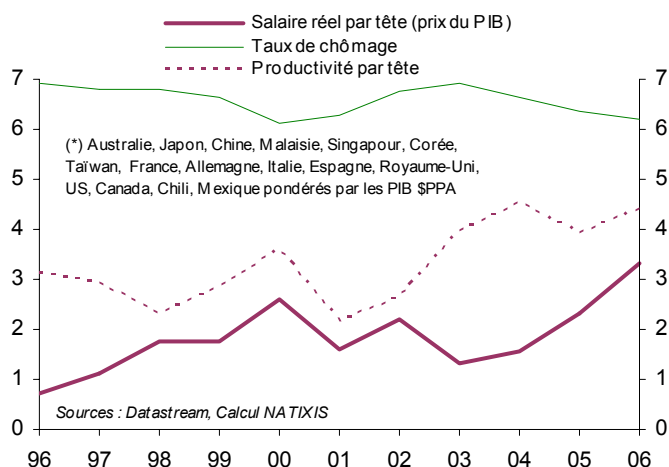
Graphique 8c

Japon : salaire et productivité (GA, en %)



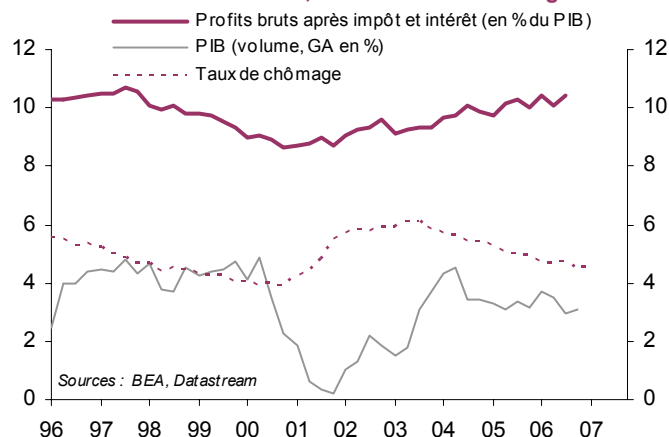
Graphique 8d

Monde* : salaire et productivité (en % par an)



Graphique 9

Etats-Unis : Profits, PIB et taux de chômage

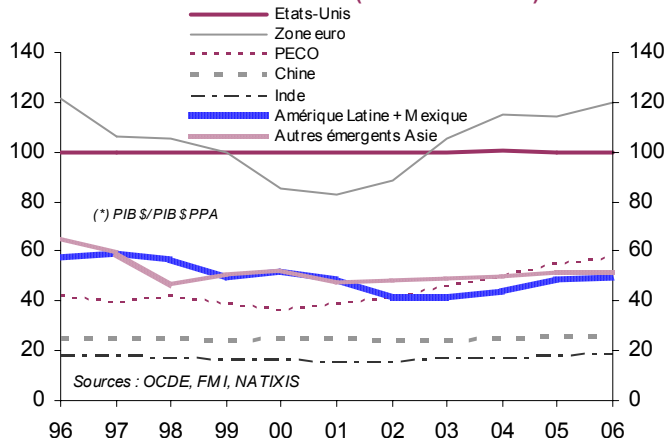


Ceci vient, on le sait, de différents effets de la mondialisation :

- poursuite nécessaire de la convergence des coûts unitaires de production avec les pays émergents (**graphique 10a**) ;

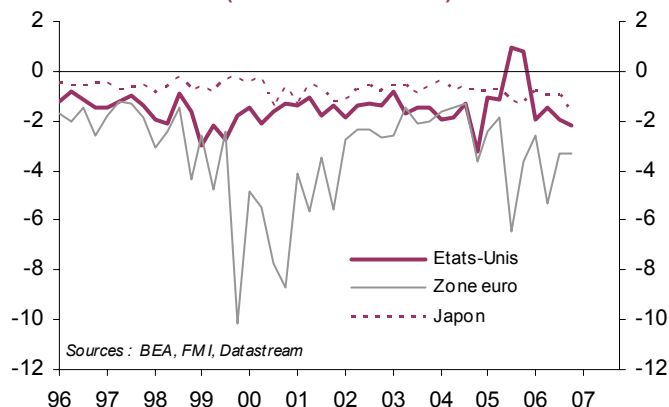
Graphique 10a

Coût salarial unitaire* (Etats-Unis = 100)



Graphique 10b

**Investissement directs sorties (en % PIB)
(chiffre < 0 = sorties)**



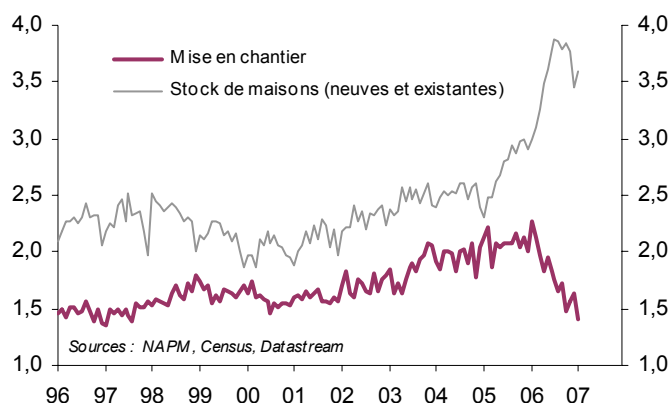
- délocalisation (**graphique 10b**), et/ou menaces de délocalisation ;
- **nature des emplois créés** (emplois de services, peu protégés...), et **immigration**.

Très probablement, la **profitabilité des entreprises va donc continuer à augmenter**.

4 Etats-Unis

Les craintes concernant l'économie américaine viennent de la **crise de la construction**, liée à la correction de l'excès d'offre de maisons (**graphique 11**).

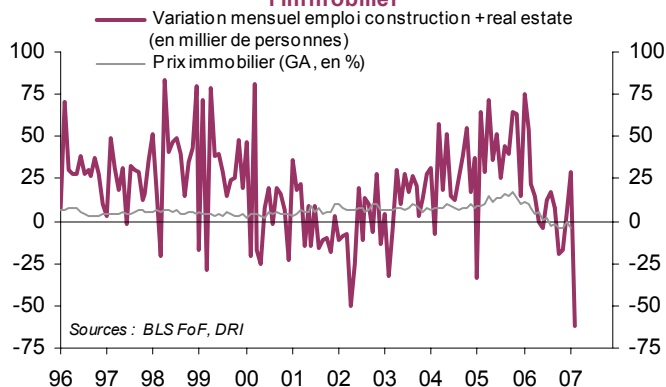
Graphique 11
Etats-Unis : Mises en chantiers et stock de maisons invendues (en millions par an)



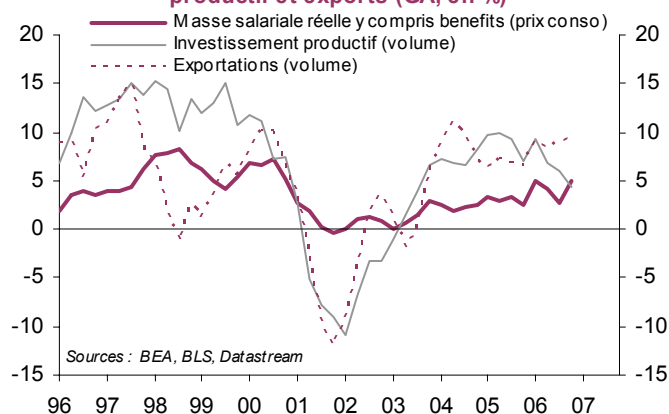
L'inquiétude a d'abord porté sur l'extension du recul de l'activité dans la construction aux Etats-Unis au reste de l'économie par les pertes d'emplois, la disparition des plus-values en capital sur l'immobilier (**graphique 12a**).

Mais le reste de l'économie américaine (revenus, investissement, exportations) est solide (**graphique 12b**).

Graphique 12a
Etats-Unis : variation mensuelle de l'emploi dans la construction et real estate, et prix de l'immobilier

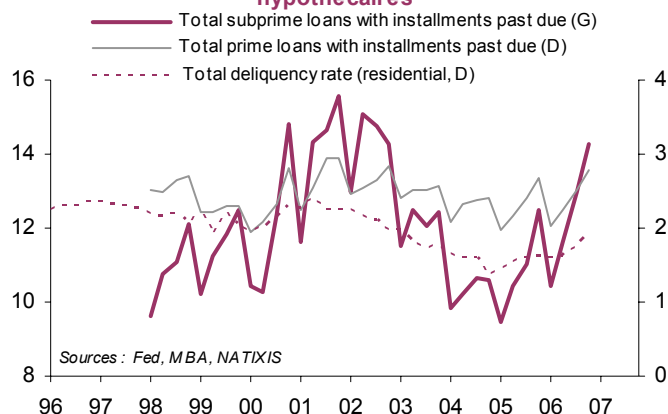


Graphique 12b
Etats-Unis : masse salariale, investissement productif et exports (GA, en %)

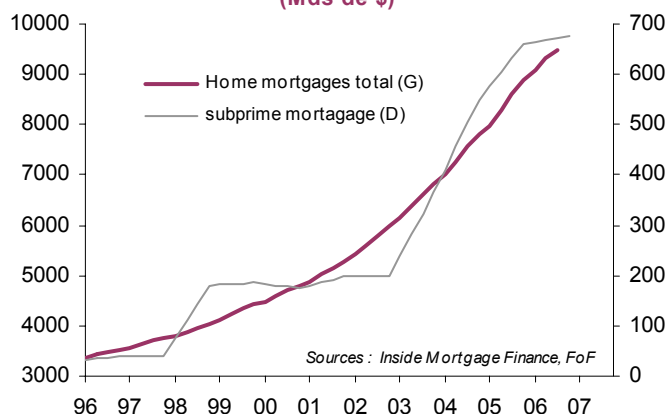


L'inquiétude est maintenant financière, liée à la liquidité. Avec la hausse des défauts dans le compartiment subprime des mortgages (**graphiques 13a-13b**), certaines banques prêteuses sont en difficulté, et, par effet domino ou de hausse de l'aversion au risque, ceci pourrait conduire le système bancaire à réduire l'ensemble de la distribution de crédit aux Etats-Unis, y compris aux fonds, ce qui réduirait la liquidité.

Graphique 13a
Etats-Unis : taux de défaillance de prêts hypothécaires



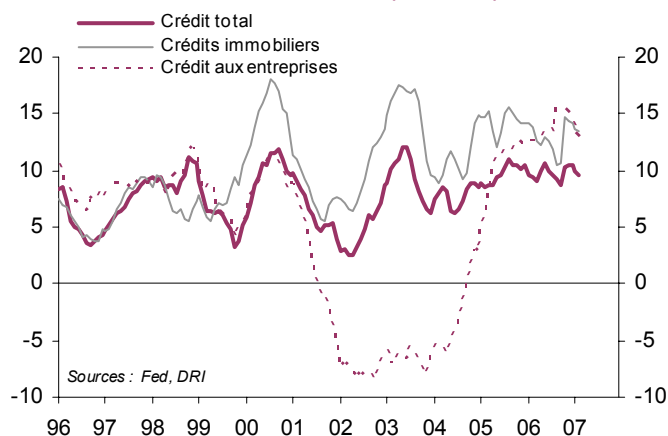
Graphique 13b
Etats-Unis : encours de crédits hypothécaires (Mds de \$)



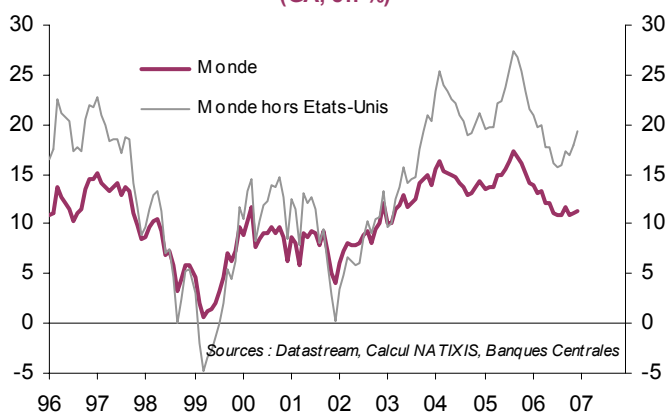
Mais cette crainte paraît très exagérée :

- par rapport à la taille de l'économie américaine, la perte, en rythme annuel, due à la hausse du taux de défaut sur les mortgages subprime est, avant "recovery" de 35 Mds \$, ce qui est faible ; après "recovery", peut-être de 7 à 10 Mds \$;
- la distribution de crédit bancaire reste forte (**graphique 14a**) ;
- la liquidité circule, et la liquidité mondiale continue à croître rapidement (**graphique 14b**) ;
- en cas de vraie difficulté avec les banques, la Réserve Fédérale interviendrait.

Graphique 14a
Etats-Unis : Crédits (GA, en %)



Graphique 14b
Base monétaire mondiale en monnaie nationale (GA, en %)



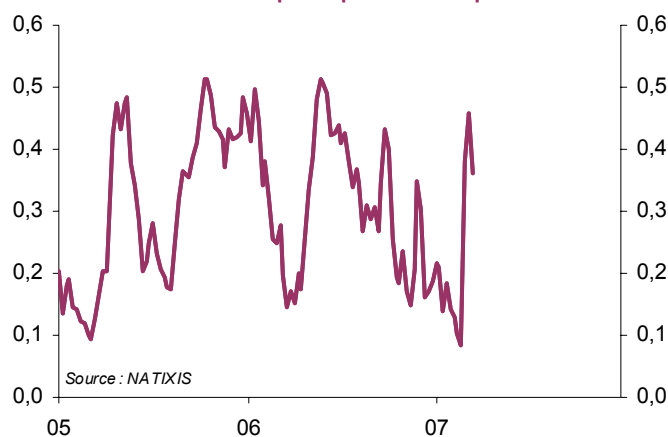
Synthèse : les marchés jouent à se faire peur

Nous avons vu :

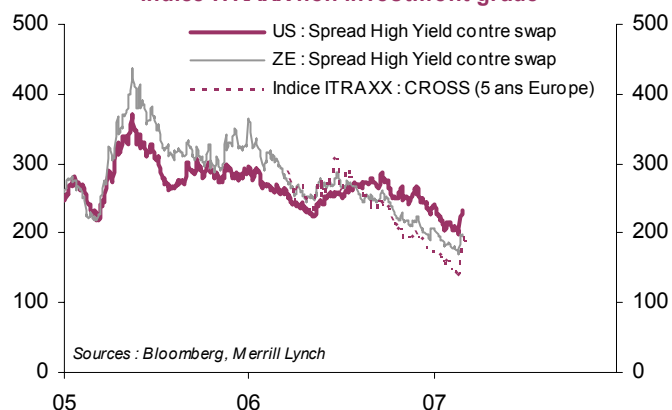
- que la liquidité mondiale ne se raréfiait pas, au contraire ;
- que l'économie chinoise ne ralentissait pas ;
- que la profitabilité des entreprises continuait à augmenter ;
- que l'économie américaine était largement capable de résister à la crise du subprime mortgage.

Il reste que, même si ces craintes sont infondées, tant que les marchés financiers les ont, ils présentent davantage d'aversion pour le risque (**graphique 15a**), d'où le recul des bourses vu plus haut et la hausse des spreads de crédit (**graphique 15b**).

Graphique 15a
Indice de perception du risque



Graphique 15b
Spreads de crédits High Yield contre swaps et indice ITRAXX non investment grade



Mais, puisque ces craintes sont infondées et que les risques de crise autoréalisatrice sont faibles étant donné la qualité des fondamentaux, il doit y avoir retour ultérieur à la normale.