

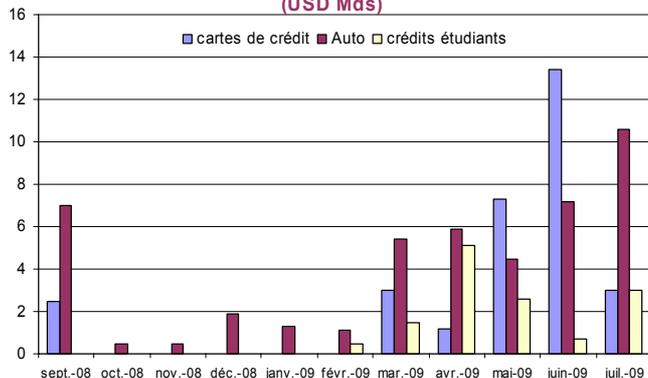
## Le bout du tunnel est-il en vue ?

En regardant les évolutions récentes dans les marchés financiers, on est assez tenté de croire que le bout du tunnel est en vue. Les bonnes surprises au niveau des chiffres de conjoncture récemment publiés renforcent cet espoir. Au reste, chez les analystes, les questions portent désormais sur la lettre de l'alphabet qui caractérisera la sortie de crise (U ou V pour les plus optimistes, L « légèrement basculé » ou W pour les plus pessimistes, X pour ceux qui n'ont pas encore bien compris...). Nous faisons un survol rapide de ces signaux en provenance du marché, que nous confrontons ensuite aux commentaires et actions des banquiers centraux et à l'« histoire ». Peut-être faut-il être un peu moins « enthousiaste » et tenir davantage compte des risques qui pèsent sur l'activité qui est pour l'instant dopée par des facteurs provisoires – notamment ceux liés aux « bad loans ».

### Les signes de normalisation dans les marchés

La situation dans les marchés financiers semble se normaliser. La crise était d'abord celle des dérivés de crédit aux Etats-Unis. On assiste depuis quelques mois à une résurrection du marché primaire pour certains ABS dans ce pays (cartes de crédit, crédits automobile et prêts aux étudiants, **graphique 1**).

**Graphique 1 : émissions d'ABS aux Etats-Unis (USD Mds)**



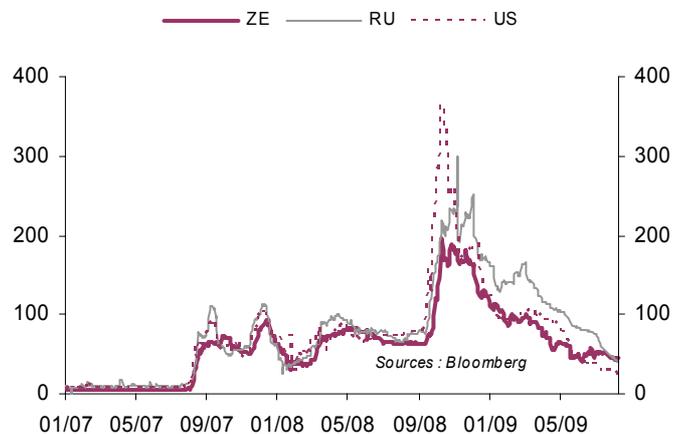
En revanche, le marché primaire des MBS reste sinistré. Les prix des ABS-HE semblent se reprendre depuis juin dernier, mais restent très bas comparés à leurs niveaux d'avant crise.

Un autre aspect important de la crise fut le blocage complet des marchés interbancaires. Les spreads Bor-OIS 3 mois constituaient une mesure des problèmes de liquidité rencontrés par les banques. Ces derniers se sont fortement contractés (**graphique 2**). Aux Etats-Unis, ce spread avait atteint des niveaux record après la faillite de Lehman. C'est aujourd'hui le plus faible, avec 26pb, de ceux observés dans le graphique 2.

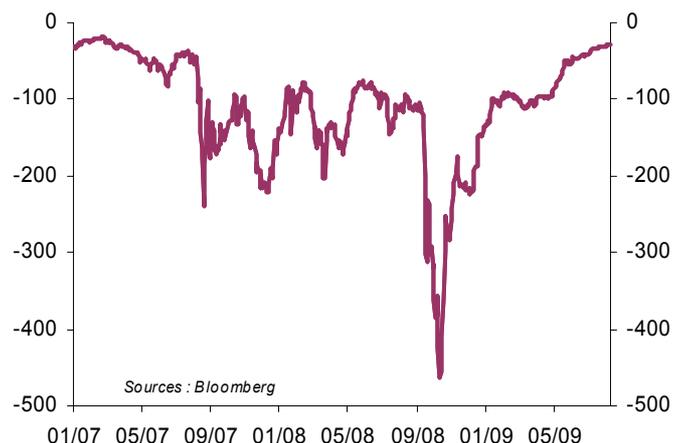
Les Ted-spreads (bill-bor) mesuraient à la fois les dysfonctionnements dans les marchés interbancaires et l'appétit pour les papiers court terme souverains. Ces Ted-spreads sont eux aussi revenus à des niveaux plus conformes à ceux observés avant la crise. Aux Etats-Unis, le taux des bills était passé à plusieurs reprises en territoire négatif au plus fort

de la crise pendant que celui du libor s'envolait. Le premier est maintenant stabilisé aux alentours de 0.17 % tandis que le second est sur une tendance baissière : le Ted-spread est revenu à -29pb (**graphique 3**).

**Graphique 2 : spreads Bor-OIS 3 mois**

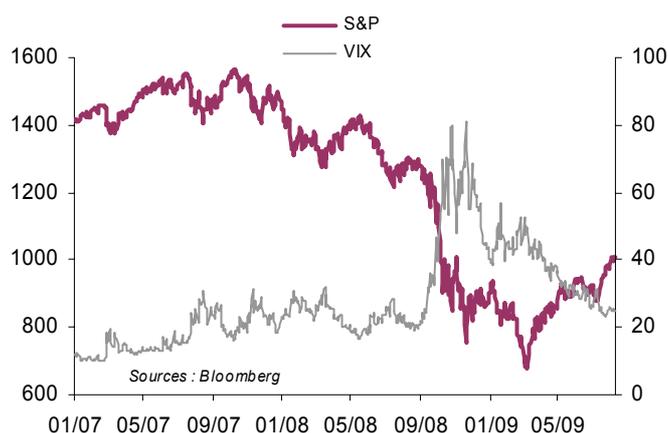


**Graphique 3 : Ted spread US**



La baisse de la volatilité dans tous les marchés est un autre signe important de normalisation. Dans les marchés actions, celle-ci est évidemment inversement corrélée au sous-jacent. Aux Etats-Unis, depuis mars, le VIX a été divisé par deux (il est passé de 53 % à 25 %) et le S&P 500 a progressé de 50 % (graphique 4).

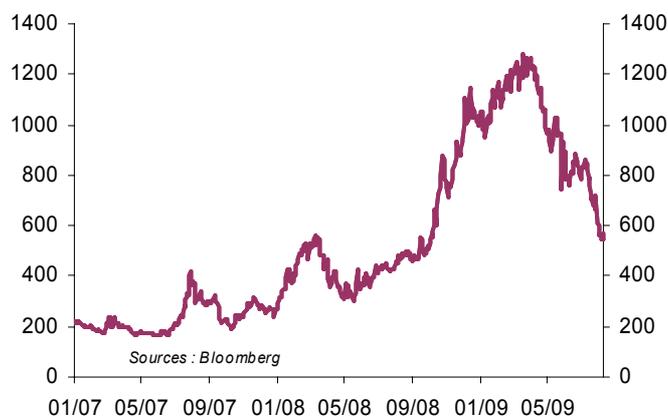
Graphique 4 : VIX et S&P 500



Mais le potentiel de baisse du VIX semble désormais limité. En vertu de la corrélation ci-dessus, le potentiel de hausse du S&P 500 ne serait donc plus très important. Pis : les marchés semblent anticiper une hausse future du VIX, si l'on en croit les futures VIX (une hausse du VIX signifierait une baisse des actions).

On pourrait ajouter, dans les signaux de normalisation : la contraction des spreads de crédit (graphique 5), des spreads entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro, le retour aux alentours de 2 % des points morts d'inflation, ou la tendance à la réduction des marges de basis swap (contre libor US), bien que cette tendance soit un peu remise en cause depuis juin.

Graphique 5 : Itraxx Xover série 6



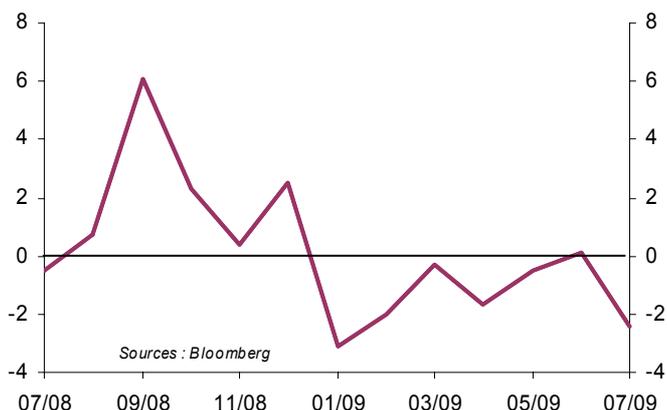
Ce que disent les chiffres de conjoncture

Depuis quelques semaines, les statistiques publiées sont plutôt plus robustes qu'attendu. C'est le cas par exemple pour les chiffres de l'emploi américain, de loin les plus gros « market movers », tous marchés confondus (graphique 6). Mais c'est aussi le cas des statistiques de confiance, des PMI européens ou des ISM publiés aux Etats-Unis (graphique 7).

Graphique 6 : US : créations nettes d'emplois : anticipation - réalisation

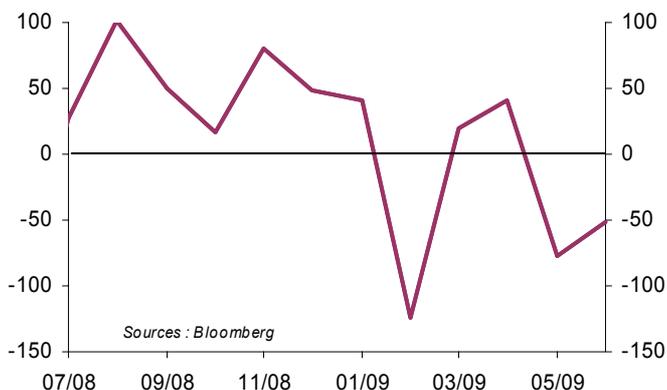


Graphique 7 : US : ISM : anticipation - réalisation



Compte tenu de la nature de la crise, les chiffres relatifs à l'immobilier américain revêtent une importance particulière. Et là encore, les dernières publications ont souvent agréablement surpris, comme le montrent les mises en chantier (graphique 8).

Graphique 8 : US : mises en chantier : anticipation - réalisation



Ce qui fait bouger le marché, c'est la surprise par rapport à l'anticipation consensuelle. Les surprises étant, depuis quelques mois, plutôt bonnes, il est normal que les chiffres alimentent l'optimisme des investisseurs.

Mais il est important de noter que tous ces chiffres, en niveau absolu, illustrent une situation économique médiocre : en tendance sur 3 mois, l'économie américaine détruit encore 330000 emplois par mois ; l'ISM est toujours sous 50, ce qui suggère que l'activité manufacturière continue de se contracter, et les mises en chantier restent sur des plus bas historiques (jamais vus depuis la seconde guerre mondiale...).

**Ce qu'en disent les banques centrales**

**La BCE :**

Dans le communiqué qu'il a lu à l'occasion de la conférence de presse du 6 août, Jean Claude Trichet déclarait que l'activité économique devrait continuer de se contracter en 2009, même si le rythme de cette contraction est en train de ralentir. Pour 2010, après une phase de stabilisation, la BCE attend une reprise progressive de l'activité. Lorsque la situation économique se sera suffisamment améliorée, la BCE mettra rapidement un terme aux mesures exceptionnelles destinées à stimuler la croissance et en prendra d'autres pour absorber les liquidités excédentaires.

De nombreux facteurs pourraient toutefois dégrader ces perspectives somme toute guère optimistes, comme « une spirale négative plus forte et plus durable liant l'économie réelle et les désordres dans les marchés financiers, une nouvelle hausse du prix du pétrole et des autres matières premières, l'intensification du protectionnisme, des conditions moins bonnes que prévu dans les marchés du travail », etc...

**La Fed :**

Dans les minutes du dernier FOMC, la Fed notait que, sur la période sous revue, « l'activité était restée très faible, bien que sa baisse ait quelque peu ralenti ». L'emploi était en recul, de même que la production manufacturière. Les projections de la Fed pour 2009 et 2010 étaient les suivantes (tableau 1).

**Tableau 1 : projections économiques Fed juin 2009**

Variables	Tendance centrale			Projections extrêmes		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
PIB %	-1.5/-1	2.1/3.3	3.8/4.6	-1.6/-0.6	0.8/4	2.3/5
Tx de chômage	9.8/10.1	9.5/9.8	8.4/8.8	9.7/10.5	8.5/10.6	6.8/9.2
Inflation (PCE)	1/1.4	1.2/1.8	1.1/2	1/1.8	0.9/2	0.5/2.5

Rien donc de très excitant avant 2011 (le taux de chômage, en particulier, devrait rester à des niveaux élevés). La Fed avait dit explicitement, dans le communiqué publié à l'occasion du FOMC de juin, qu'elle entendait maintenir l'objectif pour les Fed funds à des niveaux durablement faibles.

**La BOE :**

Le 6 août, la BOE a décidé de maintenir son taux de base inchangé à 0.50 %, mais elle a surtout prolongé sa politique de « quantitative easing », en augmentant de GBP 50 Mds le montant des actifs à acheter. Ce comportement est cohérent avec son diagnostic conjoncturel : l'économie mondiale reste en récession. Le recul de l'activité au Royaume Uni est plus prononcé que prévu. Pour la banque centrale britannique, les évolutions futures de l'activité et des prix dépendront de l'équilibre entre, d'un côté, toutes les mesures de stimulation de l'activité qui ont été prises et de l'impact de la baisse passée du sterling, de l'autre du fait que les banques, en remettant de l'ordre dans leur bilan, restreignent le crédit et que le taux d'endettement des ménages est très élevé (la possibilité d'utiliser davantage le levier d'endettement est réduite).

**La BoJ :**

Dans les prochains mois, la BoJ va continuer de réaliser des « efforts extrêmes » pour contrer la baisse de l'activité et des prix. Dans son communiqué publié après la réunion de politique monétaire de cette semaine, la déflation reste sa préoccupation première. La BoJ note néanmoins quelques signes de stabilisation de la situation (hausse des investissements publics et des exportations).

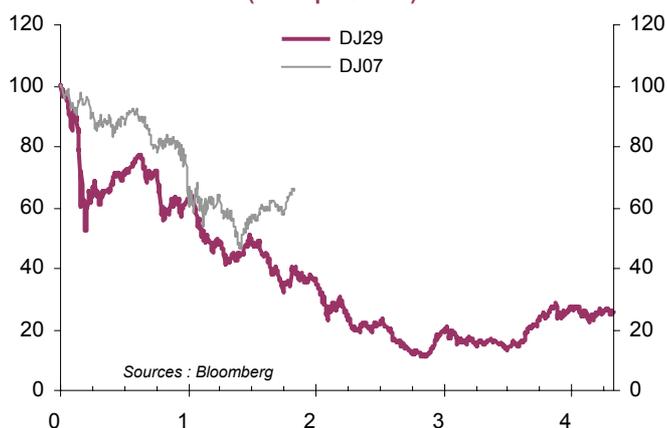
Ainsi, les banques centrales demeurent très vigilantes et consacreront tous leurs efforts pour promouvoir l'activité économique. Toutes conservent leur arsenal monétaire exceptionnel destiné à relancer la croissance, certaines l'ont même renforcé. Aucune ne fait montre d'un grand optimisme, toutes sont conscientes des énormes risques qui continuent de peser sur les économies de leurs pays.

**Ce que dit l'histoire**

Nous nous intéressons ici aux actions, qui ont la réputation d'être des indicateurs avancés d'activité.

Après le krach de 1929, le Dow Jones a encore baissé trois ans avant de se stabiliser. Dans cette période de baisse, l'indice américain a connu plusieurs rebonds, parfois très significatifs. Depuis son plus haut du 10 septembre 2007, le Dow Jones avait perdu plus de 50 % avant de se reprendre depuis mars dernier (graphique 9). Il est évidemment assez difficile de comparer ces deux périodes de l'histoire des Etats-Unis, notamment parce que les réponses des politiques économiques ont été très différentes. L'injection de liquidités de la part des autorités monétaires, aujourd'hui, est sans équivalent dans l'histoire. Mais elle est peut-être davantage source de volatilité que de tendance haussière des actions sur longue période (formation de bulles qui explosent plus rapidement, deux fois de manière très violente dans la dernière décennie).

**Graphique 9 : Dow Jones en 1929 et en 2007 (100 = plus haut)**



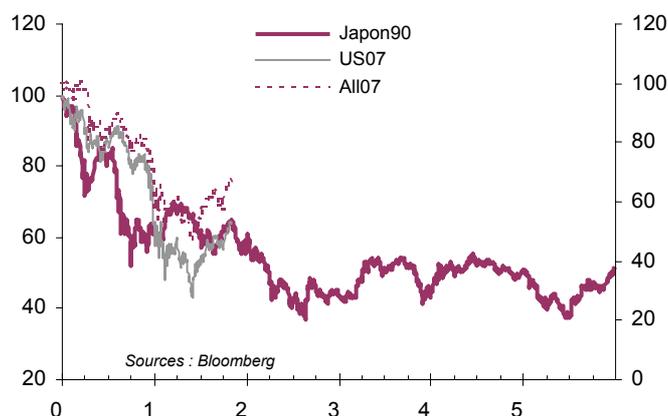
L'autre comparaison tentante est celle avec la situation du Japon à partir de janvier 1990. Le Nikkei avait perdu en deux ans 50 % de sa valeur, et surtout a continué de baisser par la suite. Il n'est aujourd'hui qu'à 27 % de sa valeur de janvier 1990. Le contexte est bien connu : le Japon était entraîné dans une spirale déflationniste dont il n'est jamais parvenu à s'extraire. Les banques ont d'abord subi la crise financière (1990), puis celle des « bad loans » (1997) liée à l'effondrement de l'activité.

Les politiques mises en place par le Japon pour essayer de sortir de la déflation furent assez similaires à celles adoptées

par la plupart des pays aujourd'hui. La seule différence – sans doute est-elle cruciale – réside dans la rapidité avec laquelle les autorités nipponnes ont réagi : en l'occurrence, elles ont attendu beaucoup trop longtemps avant de prendre la pleine mesure de la gravité de la situation et de mettre en place des plans de relance.

Néanmoins, le **graphique 10** montre que le S&P 500 et le DAX ont fait peu ou prou, depuis octobre 2007, ce que le Nikkei a fait entre janvier 1990 et fin 1991.

**Graphique 10 : Nikkei en 1990, S&P 500 et DAX en 2007 (100= plus haut)**



### Conclusion :

Le marché, c'est bien connu, n'est pas rationnel : si les prix (des actions, des actifs risqués) montent, c'est qu'ils vont continuer de monter. La hausse entraîne la hausse, surtout si elle est justifiée par les indicateurs de conjoncture (à condition de les lire d'une certaine manière).

La réalité d'aujourd'hui est pourtant beaucoup plus complexe, et il est sans doute un peu rapide de décliner dès maintenant les lettres de l'alphabet pour illustrer le type de reprise des activités économiques : il y a encore de nombreux risques, certains d'entre eux étant d'ailleurs liés aux politiques contra-cycliques mises en place par les gouvernements ou les banques centrales (dégradation de la qualité des dettes publiques, risque inflationniste lié à la monétisation de ces dettes, risque de nouvelles bulles lié à l'abondance de liquidités, etc...). D'autres résultent de la récession, de la dégradation de la qualité du crédit imputable à cette récession.

La reprise de l'activité pourrait, somme toute, être beaucoup plus chaotique que ce que d'aucuns anticipent. La hausse quasi-linéaire des actions depuis mars dernier n'a donc pas forcément vocation à durer. Concrètement, on peut espérer l'effacement complet du choc lié à Lehman dans les prochains mois, guère plus.