

Une question centrale pour les marchés : dans quelle mesure les résultats des entreprises vont-ils résister à la crise économique ?

Il est maintenant clair que l'activité économique recule fortement (nous regardons les situations des **Etats-Unis et de la zone euro**) à partir de la fin de 2008 et que, **en moyenne annuelle, la croissance de 2009 va être nettement négative.**

Normalement, si on regarde les corrélations du passé, ceci devrait entraîner une forte hausse des défauts d'entreprises et une forte baisse de leurs résultats.

Mais la situation peut être aujourd'hui différente, avec **une réaction extrêmement forte des entreprises sur l'emploi** pour maintenir leur rentabilité.

Ce sont les salaires et l'emploi, et non les profits qui subiraient donc l'essentiel du choc d'activité, d'où :

- une hausse plus forte que dans le passé du chômage ;
- une dégradation plus faible que dans le passé de la situation financière des entreprises ;
- **la confirmation du niveau trop élevé des spreads de crédit et de la sous-évaluation des actions, malgré le recul de l'activité.**

1- Recul du Produit intérieur Brut.

La croissance est négative, aux Etats-Unis et dans la zone euro, à la fin de 2008 et devrait l'être au début de 2009 (**graphique 1**) d'où une croissance négative en moyenne annuelle en 2009 (**tableau 1**).

Graphique 1
Croissance du PIB (volume, GA en %)

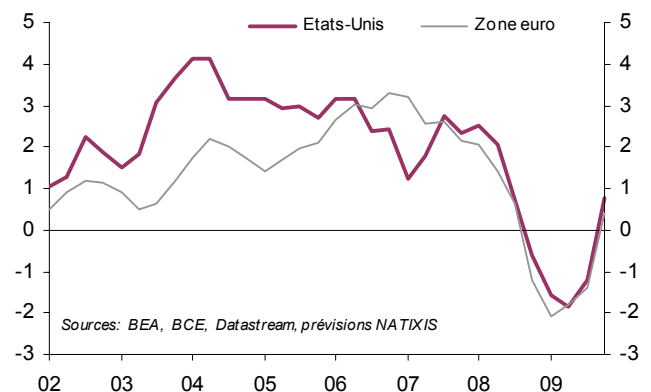


Tableau 1
croissance du PIB observée

	2006	2007
Etats-Unis	2,8	2,0
Zone euro	3,0	2,7

Prévisions de croissance du PIB

Prévisions OCDE	2008	2009
Etats-Unis	1,4	-0,9
Zone euro	1,0	-0,6

Prévisions FMI	2008	2009
Etats-Unis	1,6	0,1
Zone euro	1,3	0,2

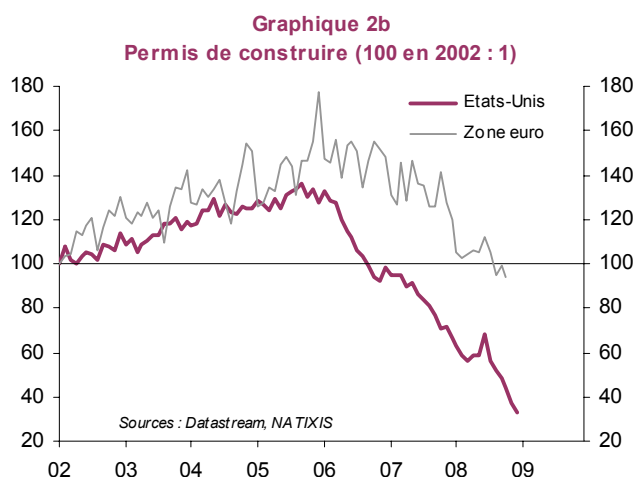
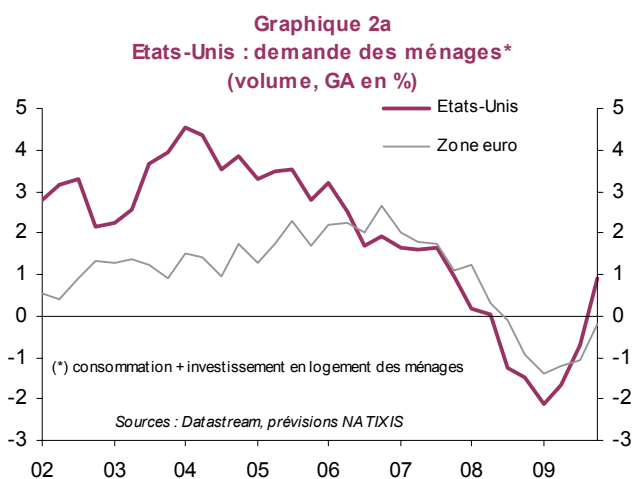
Prévisions Consensus Forecast	2008	2009
Etats-Unis	1,2	-1,8
Zone euro	0,9	-1,4

	2008	2009
Prévisions Federal Reserve pour Etats-Unis	0 à 0,3	(-0,2) à 1,1
Prévisions Commission Européenne pour Zone euro	1,2	0,1
Prévisions BCE pour Zone euro	1	-0,5

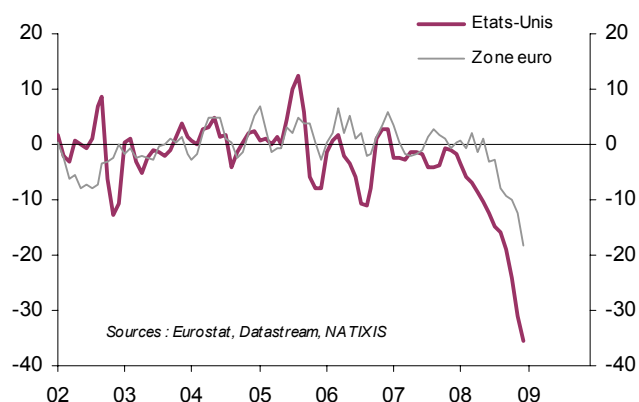
Prévisions NATIXIS	2008	2009
Etats-Unis	1,2	-1,5
Zone euro	0,8	-1,0

Sources: OCDE, FMI, Consensus Forecast, BCE

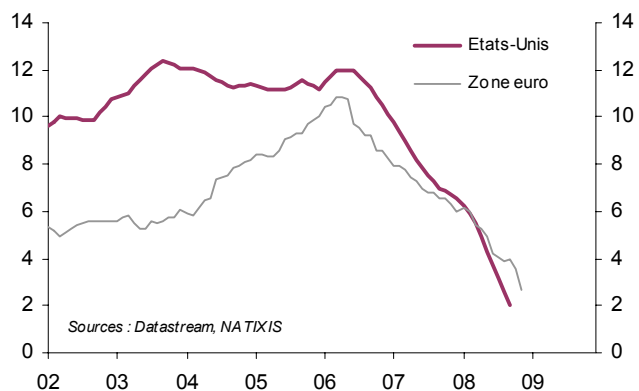
Ce recul de l'activité vient de la chute de la demande des ménages (**graphique 2a**), surtout des composantes liées au crédit (**graphiques 2b-c**) qui résulte de l'arrêt, probablement durable, de la hausse du taux d'endettement des ménages (**graphique 3**).



Graphique 2c
Ventes de voitures (GA en %)



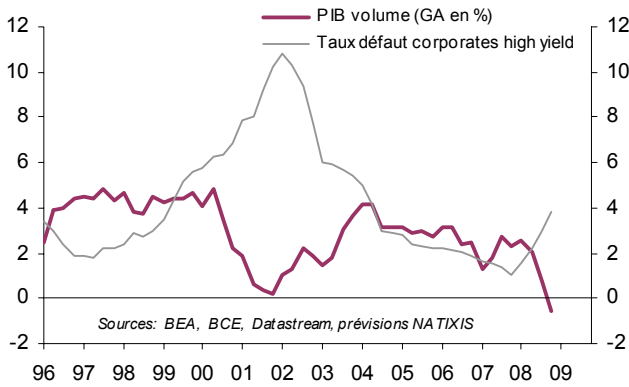
Graphique 3
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)



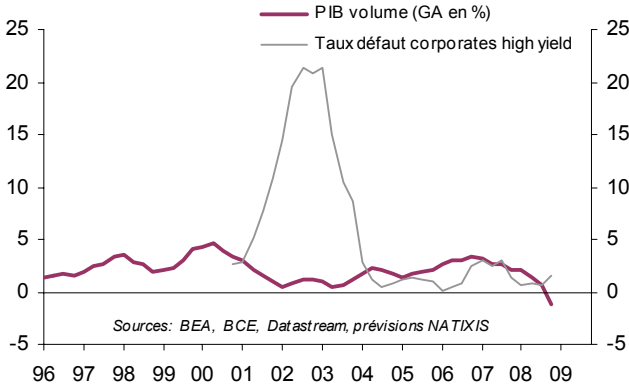
2- Dans le passé, de tels reculs du PIB faisait apparaître une forte hausse des défauts des entreprises et une forte chute des bénéfices par action.

Nous regardons ici le lien entre croissance du PIB, défauts, Bénéfices par Actions (BNA) des entreprises non financières dans le passé (graphiques 4a-b, 5a-b).

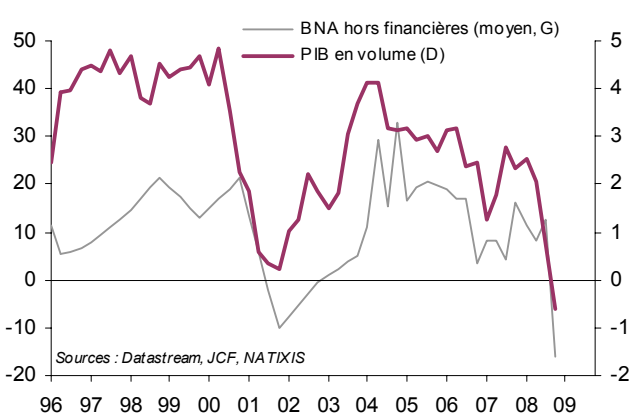
Graphique 4a
Etats-Unis : croissance du PIB et taux défaut corporates high yield



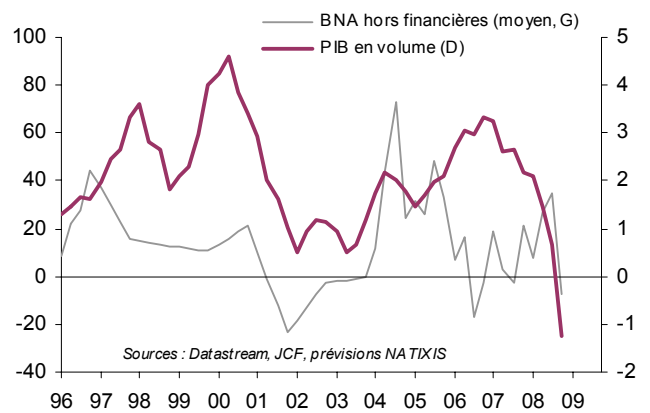
Graphique 4b
Zone euro : croissance du PIB et taux défaut corporates high yield



Graphique 5a
Etats-Unis : croissance du PIB et BNA (GA en %)



Graphique 5b
Zone euro : croissance du PIB et BNA (GA en %)



L'analyse économétrique montre qu'une baisse de 1 point de la croissance :

- accroît le taux de défaut high yield de 0,9 point aux Etats-Unis et 3,9 points dans la zone euro ;
- réduit la croissance des BNA de 6 points aux Etats-Unis et 11 points dans la zone euro.

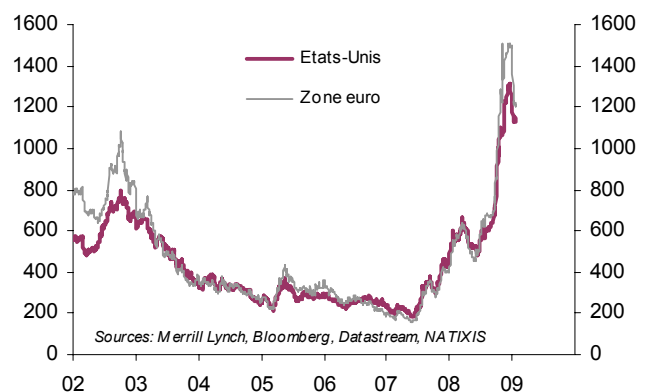
On voit la forte hausse des défauts et le fort recul des BNA de 2001 à 2003.

L'analyse économétrique montre qu'avec les taux de croissance attendus pour 2009, les taux de défaut high yield devraient, en reconduisant les corrélations du passé, monter jusqu'à 7 % aux Etats-Unis et 15 % dans la zone euro : les BNA hors financières devraient baisser de 20 % aux Etats-Unis et 32 % dans la zone euro.

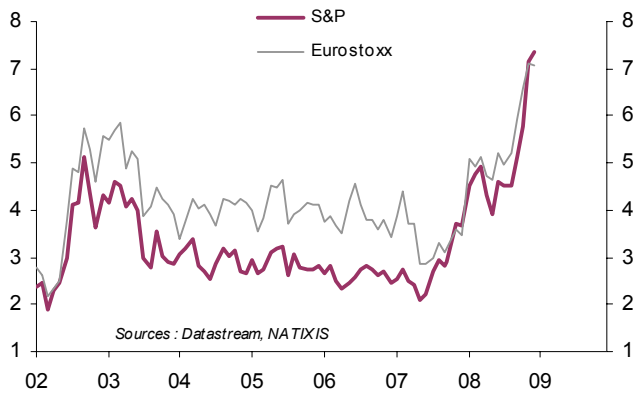
De telles évolutions justifieraient :

- le niveau des spreads de crédit (graphique 6), particulièrement dans la zone euro ;
- la faible valorisation des actions (graphiques 7a-b).

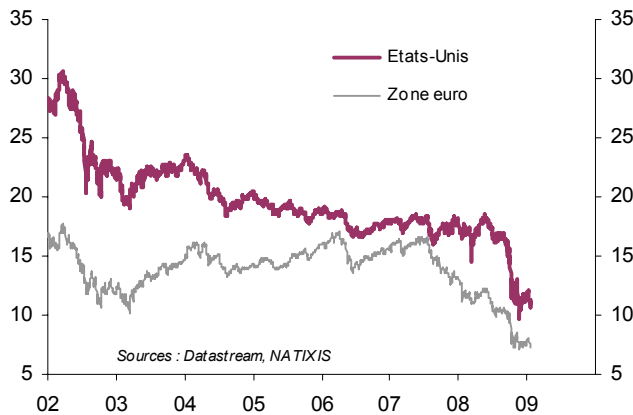
Graphique 6
Spreads de crédit high yield (asset swaps)



Graphique 7a
Prime de risque actions



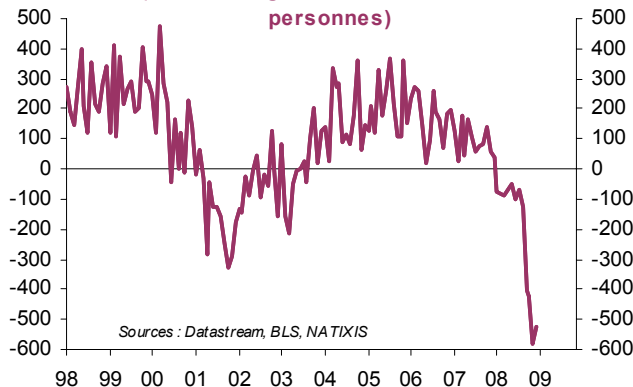
Graphique 7b
PER (total marché)



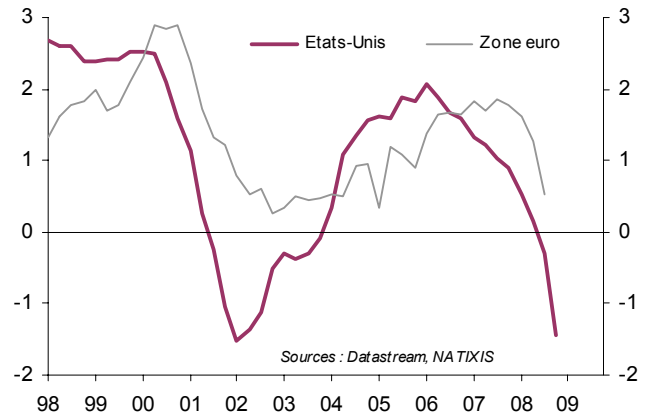
3- Mais les entreprises réagissent très fortement sur l'emploi.

La rapidité et l'ampleur de la réaction des entreprises sur l'emploi est frappante (graphiques 8a-b).

Graphique 8a
Etats-Unis : variation mensuelle de l'emploi
(total hors agriculture en milliers de personnes)



Graphique 8b
Emploi (GA en %)



On observe :

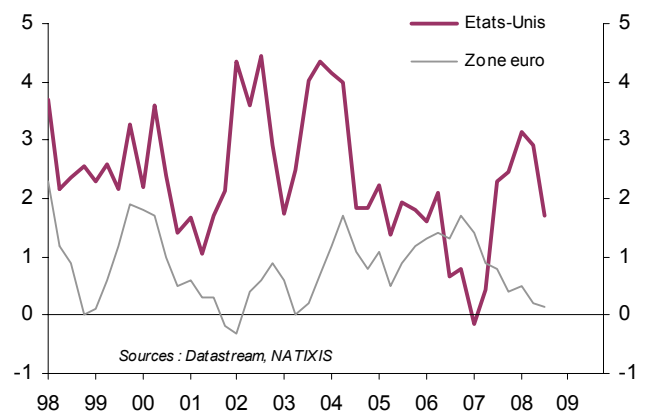
- un ajustement de l'emploi plus violent même aux Etats-Unis que dans le passé (graphiques 8-b) ;
- un ajustement de l'emploi dans la zone euro qui paraît aussi plus rapide que dans le passé (graphique 8b).

Avec le développement des contrats temporaires, de l'intérim, de l'outsourcing, le marché du travail européen serait devenu aussi flexible que le marché du travail américain.

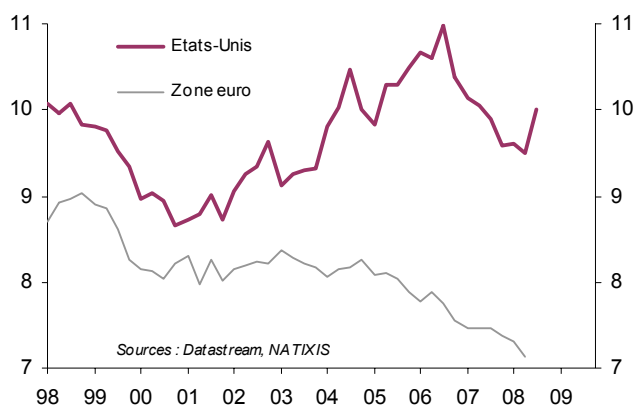
Ceci préserve la productivité et les profits des entreprises non financières.

Comme dans le passé, les gains de productivité ne sont que très brièvement réduits par la perte d'activité aux Etats-Unis (graphique 9a), ce qui permet un redressement rapide de la profitabilité (graphique 9b). On s'attend à un comportement similaire dans la zone euro.

Graphique 9a
Productivité par tête (GA en %)



Graphique 9b
Profits après impôts et intérêts (en % du PIB)



On voit qu'il y a alors :

- **absorption du choc d'activité plus par l'emploi et les salaires que par les profits ;**
- **réduction de la taille du lien, vue plus haut, entre la croissance du PIB, les défauts des entreprises et la croissance des BNA ;**
- **hausse du chômage plus forte et plus rapide que dans les cycles du passé (le graphique 10 montre nos prévisions sur ce point) ;**
- **confirmation du caractère excessivement large des spreads de crédit et des la sous-évaluation des actions.**

Graphique 10
Taux de chômage

